

PATRÍCIA FONSECA FERREIRA ARIENTI

**O PAPEL DA ABERTURA FINANCEIRA NO FINANCIAMENTO DOS  
INVESTIMENTOS DA ECONOMIA BRASILEIRA AO LONGO DA  
DÉCADA DE 1990.**

CURITIBA  
2004

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**O PAPEL DA ABERTURA FINANCEIRA NO FINANCIAMENTO DOS  
INVESTIMENTOS DA ECONOMIA BRASILEIRA AO LONGO DA  
DÉCADA DE 1990.**

Tese apresentada ao Programa de Pós-  
Graduação em Desenvolvimento Econômico,  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas,  
Universidade Federal do Paraná, como  
requisito parcial à obtenção do título de  
Doutor em Economia

Orientador Prof Dr José Gabriel Porcile Meirelles

CURITIBA  
2004

BC / MUFPR  
DOAÇÃO: AUTOW  
R\$ 15,00  
20/03/07  
COM CONTABILIDADE DIGITAL

PR001228399

L.FPR - Sistema de Bibliotecas

A698p Arienti, Patricia

O papel da abertura financeira no financiamento dos investimentos da economia brasileira ao longo da década de 1990 / Patrícia Arienti, orientador Jose Gabriel Porcile Meirelles – Curitiba, 2004

221 f

Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Parana, Programa de Pos-Graduação em Desenvolvimento Econômico, 2004

Inclui bibliografia


1 Brasil – Condições econômicas – 1990 2 Sistema bancário 3 Capital de portfólio 4 Securitização 5 Sistema financeiro nacional I Meirelles, José Gabriel Porcile II Universidade Federal do Paraná Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico III Título


CDU 332 1

*Catálogo na fonte por Onelia Silva Guimarães CRB-14/071*

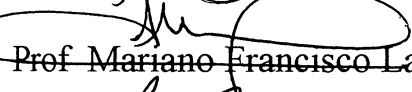


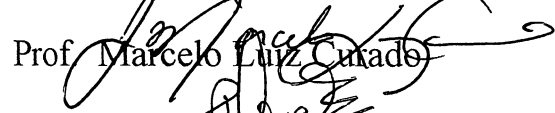
08- Ata da sessão pública da arguição da Tese para obtenção do grau de Doutor em Desenvolvimento Econômico Aos vinte e sete dias mês de agosto de dois mil e quatro, as 14 00 horas na sala 47, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, foram instalados os trabalhos da Banca Examinadora, constituída pelos seguintes Professores **José Gabriel Porcile Meirelle (orientador), Vanessa Petrelli Corrêa, Mariano Francisco Laplane, Marcelo Luiz Curado, Ramon Vicente Garcia Fernandez**, designada pelo Colegiado do Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, para arguição da Tese de Doutorado apresentada pela candidata **Patrícia Fonseca Ferreira Arienti**, intitulada “**O papel da abertura financeira no financiamento dos investimentos da economia brasileira ao longo da década de 1990**” A sessão teve início com a exposição oral do Doutorando sobre o estudo desenvolvido, tendo a Professor **José Gabriel Porcile Meirelles**, na Presidência dos trabalhos, concedido a palavra, em seguida, a cada um dos Examinadores, para realização de suas respectivas arguições. A seguir, o Doutorando apresentou sua defesa. Na sequência, o Professor Presidente retomou a palavra para as considerações finais. Em seguida, reunida sigilosamente, a Banca Examinadora decidiu-se pela aprovação da candidata atribuindo-lhe as seguintes notas **Professor José Gabriel Porcile Meirelles (9,8) Professora Vanessa Petrelli Corrêa (9,8), Professor Mariano Francisco Laplane (9,8), Professor Marcelo Luiz Curado (9,8), Professor Ramon Vicente Garcia Fernandez (9,8)**, do que resulta a **média (9,8), equivalente ao conceito (A)**. Em seguida, o Senhor Presidente declarou aprovado, o Doutorando **Patrícia Fonseca Ferreira Arienti**, que recebeu o título de Doutor em Desenvolvimento Econômico, área de concentração Políticas de Desenvolvimento. Nada mais havendo a tratar foi encerrada a sessão da qual eu, Ivone Polo, secretária, lavrei a presente Ata que será assinada por mim e pela Comissão Examinadora Curitiba, 27 de agosto de 2004

  
Ivone Polo (Secretária)

  
Prof. José Gabriel Porcile Meirelles (Presidente)

  
Prof.ª Vanessa Petrelli Corrêa

  
Prof. Mariano Francisco Laplane

  
Prof. Marcelo Luiz Curado

  
Prof. Ramon Vicente Garcia Fernandez

*Ao meu pai, ausente sempre presente na minha vida.*

*À minha mãe, pela intensidade do seu amor e dedicação.*

*Ao Wagner, pelo amor generoso e íntegro com que sempre me acompanhou, seja  
nas questões cotidianas, seja nas grandes questões.*

*Aos meus filhos, por quem vale a pena buscar um mundo melhor.*

## AGRADECIMENTOS

Ao final de um longo trabalho, alguns agradecimentos se tornam indispensáveis. Correndo o risco de não fazer justiça a todos que comigo colaboraram ao longo dessa caminhada, começo por agradecer a CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) pelo suporte financeiro recebido ao longo do curso. Aos meus colegas do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, pelo apoio recebido. Em especial, ao professor Helton que, vivendo a mesma situação de doutorando, sempre foi um bom ouvinte das minhas incertezas.

Agradeço também a todos os professores do programa de Mestrado e Doutorado da Universidade Federal do Paraná que sempre buscaram estimular seus alunos e criar um clima adequado ao trabalho acadêmico, e a Ivone, secretária sempre prestativa. Em especial, este trabalho deve muito às aulas dos professores Gabriel Porcile, Marcelo Curado, Ramon G. Fernandez e Vitor Pelaez.

Ao meu orientador, professor José Gabriel Porcile Meirelles, que soube entender minhas inquietudes e sempre esteve disposto a discutir meu trabalho e a me estimular frente a qualquer sinal de desânimo. Encontrar professores como ele ao longo de uma trajetória acadêmica é um privilégio.

Aos meus colegas do curso, pelo clima amistoso no qual sempre trabalhamos. Em especial, Maria do Socorro e Antônio Carlos, que além de colegas de curso se tornaram grandes amigos. O carinho com o qual Maria do Socorro me hospedou várias vezes em sua casa será inesquecível. Antônio Carlos foi mais do que um companheiro de estudo e de discussões acadêmicas, ele se tornou um amigo com o qual pude compartilhar dúvidas e alegrias. Nossas conversas na hora do cafezinho significaram para mim um aprendizado paralelo ao curso.

Aos membros da banca examinadora: a professora Vanessa Petrelli Corrêa e aos professores Mariano Francisco Laplane, Ramon Vicente Garcia Fernandez e Marcelo Luiz Curado pelas contribuições e sugestões feitas ao longo da defesa. Aos professores Mariano Laplane e Ramon Fernandez, agradeço também pela grande contribuição prestada no exame de qualificação.

A Edinéia, pelo enorme carinho que sempre teve para com meus filhos. Ela me mostrou que de uma relação profissional também pode surgir uma amizade.

Ao Professor Henrique, Leni, Leonardo, Sílvia, Vinícius, Juliana e João Henrique, pelo apoio recebido em todos os momentos. Pertencer a uma família tão amiga me ajudou muito ao longo do curso.

Ao Edgard, Ângela, Luciana e Marcos, pois a amizade, o carinho e a compreensão familiar tornam-se especialmente importante em momentos que precisamos nos privar da convivência social em detrimento do estudo. Todos sempre foram compreensivos com minhas ausências e estiveram sempre prontos a me ajudar. Contar com o amor e a amizade de pessoas tão especiais fez toda a diferença ao longo do meu Doutorado. Agradeço também ao Rafael, Ana Carolina, Marcela e Paula, que, juntamente com Marina e Pedro, me proporcionaram infinitos momentos de ternura e alegria, os quais sempre tiveram um sabor muito especial nesse processo solitário de escrever uma tese.

Aos meus pais, que sempre me apoiaram em todos os caminhos que escolhi. O amor deles e seus exemplos de vida me possibilitaram chegar até aqui. Em especial, duas lições por eles transmitidas me foram extremamente valiosas. Com meu pai (já falecido) aprendi a importância da perseverança e da paciência na busca de um objetivo maior. Minha mãe, através de seu exemplo, me ensinou que é possível para uma mulher trabalhar e ter projetos individuais sem se descuidar da grandiosa tarefa de ser mãe.

O apoio do Wagner vai além das palavras. Wagner desde o início soube compreender a importância do meu projeto de fazer Doutorado e, como em todos os outros projetos de minha vida, esteve ao meu lado, me oferecendo seu amor e seu

apoio. Sem seu companheirismo tenho certeza que esse trabalho não teria sido concluído, mas tenho muitas dúvidas se ele teria começado. Além disso, ele foi mais do que meu companheiro ao longo dessa caminhada, em seu esforço constante para que nossos filhos sentissem menos o peso de minha ausência, ele conseguiu transformar o meu projeto individual num grande projeto familiar.

Aos meus filhos Marina e Pedro que, embora jovens, souberam perceber a importância desse momento na minha vida e sempre foram muito compreensivos. O amor da Marina e do Pedro me fizeram lembrar o tempo todo que embora escrever uma tese fosse um grande projeto na minha vida, eles são o meu grande projeto de vida.



## SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	x
LISTA DE TABELAS	xi
RESUMO	xiii
ABSTRACT	xiv
<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
1.1.INTRODUÇÃO	1
1.2. DEFININDO O PROBLEMA	2
1.2.1 Os investimentos no país ao longo da década de 90	2
1.2.2 O quadro atual do financiamento das empresas	7
1.2.3 A questão da ausência de recursos de longo prazo	10
1. 3 OBJETIVO E HIPÓTESE	12
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>18</b>
2.1 OS ASPECTOS TEÓRICOS – A VISÃO CONVENCIONAL	18
2.1.1 A teoria da repressão financeira e o desenvolvimento	18
2.1.2 A repressão financeira externa e a revisão ortodoxa da teoria da repressão	22
2.1.3 A abertura financeira nos anos 1990	27
2.2 OS ASPECTOS TEÓRICOS – CRÍTICA À VISÃO CONVENCIONAL	35
2.2.1 A taxa de juros na teoria de Keynes	35
2.2.2 A preferência à liquidez como a variável determinante da insuficiência do investimento	37
2.2.3 O circuito do investimento pós-keynesiano	39
2.2.4.A funcionalidade da especulação para o mercado financeiro	42
2.2.5. Modelos de financiamento	45

2.2.6 A alocação da poupança	48
2.2.7 A abertura financeira, a vulnerabilidade externa e a instabilidade endógena: Minsky e Kregel	52

### **3 UMA VISÃO HISTÓRICA: A REFORMA FINANCEIRA BRASILEIRA DOS ANOS 60 E O ESGOTAMENTO DE UM PADRÃO DE FINANCIAMENTO**

3.1 A REFORMA FINANCEIRA DO GOVERNO MILITAR	59
3.2 A REFORMA BANCÁRIA DE 1988	72
3.3 O ENFRAQUECIMENTO DO ÚLTIMO PILAR	74

### **4 A ABERTURA FINANCEIRA E A INSERÇÃO DO BRASIL NO NOVO CONTEXTO FINANCEIRO INTERNACIONAL**

4.1 O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL	77
4.1.1 A instabilidade do sistema financeiro internacional	77
4.1.2 As transformações do sistema financeiro internacional na década de 80	80
4.1.3 O novo contexto internacional e os impactos nos modelos de financiamento	86
4.2. A ABERTURA FINANCEIRA NO BRASIL	89
4.2.1 Os condicionantes internos	89
4.2.2 O desenho do modelo econômico que definiu o retorno do Brasil ao sistema financeiro internacional	91
4.2.3 A diversificação dos fluxos de capitais que retornam ao país	95
4.2.4 A abertura financeira	100
4.2.5 A abertura financeira e os mecanismos de financiamento	104
4.3 A FRAGILIDADE FINANCEIRA DO PAÍS	107

### **5 O SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO NA DÉCADA DE 90**

5.1 O PLANO REAL E A PERDA DOS GANHOS COM O <i>FLOATING</i>	116
---	-----

5.2 A CRISE E A REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO: CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA E INTERNACIONALIZAÇÃO DO SETOR	120
5.2.1 A concentração bancária	121
5.2.2 A internacionalização do setor bancário	124
5.3 INDICADORES DE <i>PERFORMANCE</i> DO SETOR BANCÁRIO APÓS A REESTRUTURAÇÃO	133
5.3.1 Critérios de eficiência	134
5.3.2 O sistema bancário brasileiro e a oferta de crédito	137
5.3.3 O impacto da abertura do setor bancário para o sistema bancário nacional	146
5.3.4 A adesão ao Acordo da Basileia	149
5.4. CONCLUSÃO	153
 <b>6 OS INVESTIMENTOS DE <i>PORTFOLIO</i></b>	 156
6.1 A LEGISLAÇÃO E OS INVESTIMENTOS DE <i>PORTFOLIO</i>	162
6.2 A EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM <i>PORTFOLIO</i>	158
6.3 A VOLATILIDADE DOS INVESTIMENTOS DE <i>PORTFOLIO</i>	167
6.4 AS TRANSFORMAÇÕES NO MERCADO ACIONÁRIO	172
6.5 O MERCADO PRIMÁRIO DE AÇÕES	182
6.6 CONCLUSÃO	185
 <b>7 EMPRÉSTIMOS EM MOEDA</b>	 186
7.1 A SECURITIZAÇÃO	186
7.2 A SECURITIZAÇÃO NO BRASIL	190
7.3 AS OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO	193
7.4 A CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS PELAS EMPRESAS E BANCOS	198
7.5 CONCLUSÃO	206

<b>8 CONCLUSÃO</b>	207
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	213

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 1 – MOVIMENTAÇÃO DOS INVESTIMENTOS DE *PORTFOLIO*  
NO BRASIL: 1990 – 1999. 162

GRÁFICO 2 – INVESTIMENTO DE *PORTFOLIO* POR MODALIDADE (EM  
US\$ MILHÕES), BRASIL: 1991-1999. 164

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - TAXAS ANUAIS DE CRESCIMENTO DA FBKF NO BRASIL: 1990-2000.	3
TABELA 2 – CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS (EM MILHÕES DE US\$): INVESTIMENTOS EM <i>PORTFOLIOS</i> E EMPRÉSTIMOS EM MOEDAS ( <i>BONUS</i> E <i>NOTES</i> ) NO BRASIL - 1990-99.	96
TABELA 3 – TRANSAÇÕES CORRENTES, CONTA DE CAPITAL RESERVAS (EM MILHÕES DE US\$) NO BRASIL – 1990 1999.	108
TABELA 4 - TAXA MÉDIA ANUAL DE CRESCIMENTO DAS IMPORTAÇÕES E EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS, 1981-1999.	110
TABELA 5 -JUROS, LUCROS E DIVIDENDOS (EM MILHÕES DE US\$) NO BRASIL, 1990-99.	111
TABELA 6 - OPERAÇÕES DE CRÉDITO (C.P. + L.P.) COMO % DO ATIVO TOTAL PARA OS MAIORES BANCOS BRASILEIROS NO PERÍODO 1991-1995.	117
TABELA 7 - EVOLUÇÃO DAS TARIFAS BANCÁRIAS PARA OS DEZ MAIORES BANCOS NO BRASIL – 1993- 1997.	119
TABELA 8 - REDUÇÃO DO NÚMERO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL – 1988 -1998.	123
TABELA 9 - PARTICIPAÇÃO EM % DOS BANCOS ESTRANGEIROS NO SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL : 1994 – 1999.	132
TABELA 10 - GRAU DE ALAVANCAGEM (MÉDIA) DOS BANCOS SELECIONADOS POR SETOR, 1994 – 1999.	135

TABELA 11 - RENTABILIDADE DOS BANCOS SELECIONADOS (EM R\$ MILHÕES DE DEZ/98), 1994 – 1998.	136
TABELA 12 - OPERAÇÕES DE CRÉDITO – MAIORES BANCOS PRIVADOS DO BRASIL (EM R\$ MILHÕES E EM %).	139
TABELA 13 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DOS BANCOS (EM %).	142
TABELA 14 - PARTICIPAÇÃO EM % DO ANEXO IV E DOS ADRs NO TOTAL DOS INVESTIMENTOS DE <i>PORTFOLIO</i> NO BRASIL: 1994-1999.	165
TABELA 15 - ROTATIVIDADE DO ANEXO IV NO BRASIL: 1991-1999.	167
TABELA 16 - COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DO ANEXO IV (%) NO BRASIL: 1991-1999.	174
TABELA 17 - ÍNDICE PREÇO-LUCRO DA BOVESPA: 1990-1998.	175
TABELA 18 – PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS NA BOVESPA – 1993-1998.	176
TABELA 19 - NÚMERO DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL: 1980 - 1999.	178
TABELA 20 - PARTICIPAÇÃO DE <i>BONUS</i> , <i>NOTES</i> , <i>COMMERCIAL PAPERS</i> E <i>EXPORT SECURITIES</i> NO TOTAL DE EMPRÉSTIMOS EM MOEDA EXTERNA (%) NO BRASIL: 1990 – 1999.	197
TABELA 21 - RENDIMENTO MÉDIO REAL DAS GRANDES EMPRESAS BRASILEIRAS-1990-1999.	201

## RESUMO

A abertura financeira, implementada pelo Brasil desde o início dos anos de 1990, representou o retorno do país ao sistema financeiro internacional (SFI). Em tese, a reintegração do país ao SFI poderia produzir impactos no sistema de financiamento interno de forma a ajustá-lo aos moldes da nova dinâmica financeira internacional. O objetivo do trabalho é, portanto, analisar os impactos da abertura financeira e da absorção dos recursos externos sobre o sistema de financiamento do investimento produtivo das empresas brasileiras. Dessa forma, o trabalho investiga dois aspectos distintos da abertura financeira, mas com relevantes impactos sobre o mercado financeiro brasileiro: (1) Os canais através dos quais esses fluxos de capitais externos foram internalizados pela economia e seus impactos sobre o sistema de financiamento das empresas no país, ou seja, a captação de recursos através da colocação de títulos nos mercados financeiros internacionais (securitização) e da entrada de capital externo no sistema financeiro doméstico através do investimento de *portfólio*. (2) O impacto que a internacionalização do sistema bancário teve sobre o financiamento produtivo através das condições de oferta do crédito. Conclui-se que, de fato, a abertura financeira estimulou mudanças no mercado financeiro nacional. Contudo, devido às condições nas quais se deu a inserção do país dentro do sistema financeiro internacional e as características da abertura financeira, configurou-se um sistema financeiro doméstico bastante desvinculado das necessidades de financiamento do investimento produtivo no país, no qual, os recursos captados pelo sistema ou são absorvidos pelo setor público, ou são valorizados financeiramente dentro do próprio sistema.

Palavras-chaves: desenvolvimento econômico brasileiro, sistema bancário, capital de *portfolio*, securitização, sistema financeiro nacional.



## ABSTRACT

Since the beginning of the 90s, Brazil has returned to the international financial system through the financial openness. The financial openness has taking place by the allowance for the international financial investors operate in the Brazilian financial system, the allowance for the Brazilian investors go to the international financial system and the allowance for foreign banks operate in Brazil. In this sense, integration of Brazilian economy into the international financial system could improve the national financial system. The research seeks to analyze the main impacts that the openness of the financial system to the international capital caused on the financing of productive investments in Brazil. In order to reach this purpose, the research investigates a) the channels of ingress the flows of international capital in the Brazilian economy (portfolio capital and securitization) and b) the internationalization of the bank system. The research concludes that, in fact, the financial openness has improved the domestic financial system. However, due to the main features of the financial openness, the domestic financial system that has arisen is not committed to the financing of productive investments in Brazil.

Key-words: the Brazilian economics development, bank system, portfolio investment, securitization, national financial system.

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 INTRODUÇÃO

O financiamento à atividade produtiva no Brasil continua sendo um dos principais obstáculos ao crescimento das empresas e do país.

No Brasil, o sistema financeiro nacional sempre se caracterizou por sua fragilidade e incapacidade de financiar projetos de longo prazo. Essa fragilidade, no entanto, acabou sendo amenizada, entre os anos 1960 e 1980, por um padrão de financiamento definido por uma combinação entre o autofinanciamento por parte das empresas, o crédito público e o endividamento externo. A crise da dívida externa, contudo, praticamente eliminou o endividamento externo como opção de financiamento ao investimento. Com relação ao crédito público, a crise fiscal do Estado e, portanto, sua restrita capacidade de investimento, terminou por reduzir consideravelmente o alcance desse tipo de financiamento. Nos anos 1990, embora o autofinanciamento tenha se mantido como a principal alternativa de financiamento ao investimento produtivo, o surgimento de um novo ambiente econômico e institucional que se criou ao longo da década de 1990 impôs novas restrições a um padrão de financiamento já em declínio.

Por outro lado, nos anos 1990, a abertura financeira possibilitou a integração do sistema financeiro doméstico ao sistema financeiro internacional, permitindo a entrada dos investimentos de *portfólios* nos mercados de capitais domésticos e a colocação de títulos e ações de empresas nacionais no mercado internacional. Além disso, a abertura financeira permitiu também que bancos estrangeiros pudessem operar nos mercados nacionais. Dessa forma, a abertura financeira ampliou tanto as alternativas de canalização da poupança como as opções de *finance*. Ao possibilitar a formação de novos arranjos institucionais, a abertura financeira poderia criar

fontes alternativas ao crédito bancário, alterando, assim, o atual perfil do sistema financeiro brasileiro. Em outras palavras, a abertura financeira poderia contribuir para a formação de um novo modelo de financiamento no país que fosse capaz de substituir o modelo em crise do período anterior.

Há, no entanto, uma funcionalidade ambígua na integração do país ao sistema financeiro internacional. Por um lado, ela pode fornecer ao país oportunidades de captação de recursos de longo prazo e até mesmo consolidar novos arranjos institucionais baseados na expansão do *mercado de capitais* e na *securitização* (tendências dominantes na atual dinâmica do sistema financeiro internacional). Por outro lado, a própria integração, ancorada na desregulamentação financeira dos mercados, possibilita o aumento da especulação e da volatilidade, aumentando os riscos de instabilidade macroeconômica dentro do país, com elevados custos na capacidade de crescimento de renda e de emprego, no balanço de pagamentos e na vulnerabilidade externa.

O trabalho tem, portanto, como **objeto de análise, o papel desempenhado pela abertura financeira no financiamento do crescimento da economia brasileira ao longo da década de 1990.**

## 1.2 DEFININDO O PROBLEMA

Esta seção apresenta os principais fatos estilizados, os quais permitem identificar os problemas do financiamento de longo prazo na economia brasileira. Uma vez esboçado a problemática que envolve o trabalho, serão definidos os objetivos da pesquisa para, finalmente, ressaltar as hipóteses básicas de trabalho.

### 1.2.1 Os investimentos no país ao longo da década de 1990

A análise da questão do financiamento ao investimento no Brasil implica, em primeiro lugar, a necessidade de uma avaliação da evolução dos investimentos em capital fixo brasileiro ao longo da década de 1990, sintetizada na tabela 1.

TABELA 1 – TAXAS ANUAIS DE CRESCIMENTO DO PIB, DA FBKF  
E COEFICIENTE DE INVESTIMENTO NO BRASIL: 1990-2000

Período	1990-92	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	(médias)								
PIB (%)	-1,7	4,1	5,8	4,1	3,0	3,3	0,2	0,8	4,5
FBKF (%)	-7,3	7,2	12,2	13,6	2,1	11,7	-2,0	-7,2	1,3
FBKF/PIB(%)	14,9	14,4	15,2	16,7	16,5	18,1	17,7	16,3	15,8

FONTE: BIELSCHOWSKY et al. (2002)

NOTA: Os dados são apresentados a preços constantes de 1980.

Conforme se verifica na tabela 1, para os anos de 1990 a 1992, a taxa de investimento média demonstrou claramente um comportamento procíclico, determinado pela recessão do período. No período 1993 a 1995, percebe-se que o investimento cresceu mais rapidamente do que o crescimento do PIB, o mesmo ocorrendo em 1997. Para esses anos verifica-se uma “reaproximação da taxa de investimento aos níveis observados nos anos 1980 de cerca de 18% do PIB, alcançada em 1997”. (BIELSCHOWSKY et al., 2002, p. 25) A forte retração verificada no ano de 1996 reflete o efeito defasado das repercussões da crise mexicana sobre a economia brasileira. A partir de 1997, as incertezas da economia brasileira e a crescente vulnerabilidade macroeconômica provocam uma redução acentuada na taxa de investimento, a qual apresenta recuperação somente no ano de 2000.

Os investimentos do período, no entanto, não foram apenas afetados pelo baixo crescimento econômico e pelas crises macroeconômicas. A abertura comercial e a estabilização da moeda trouxeram profundas alterações ao ambiente econômico no qual as empresas atuaram ao longo da década. Como não poderia deixar de ser, ao longo da década, as decisões das empresas relacionadas aos investimentos foram moldadas tanto pela reação defensiva contra a abertura comercial, como pelo

estímulo que a redução das incertezas inflacionárias, decorrente da estabilização monetária, gerou na própria decisão de investir.

Considerando essas transformações ocorridas no ambiente econômico, Bielschowsky et al. (2002) afirmam que, ao longo da década de 1990, pode-se dividir o comportamento do investimento fixo na indústria de transformação brasileira em três momentos distintos, sendo o primeiro antes do Plano Real e os outros dois pós-Plano Real.

No primeiro momento (1990 a 1994), a associação entre um cenário macroeconômico adverso e as ameaças introduzidas pela abertura comercial levaram as empresas a um ajuste emergencial baseado na baixa intensidade de investimentos fixos, mas que buscasse redução de custos e melhoria de qualidade.

A partir do Plano Real, os investimentos prosseguiram uma recuperação iniciada em 1993, mas o desempenho até o final da década foi bastante modesto e “continuou muito abaixo dos níveis médios das décadas de 1970 e 1980”. (BIELSCHOWSKY et al., 2002, p.15)

O período posterior ao Plano Real é dividido por Bielschowsky et al. (2002), por sua vez, em dois outros subperíodos distintos: 1995 a 1997 e 1998 a 2000.

No que diz respeito ao primeiro período (1995 a 1997), os autores afirmam que o nível de investimento anual do triênio 1995-97, em termos absolutos, esteve ao redor de 82% superior ao que ocorreu na média do biênio 1992-1993. “Apesar desse significativo aumento, as taxas de investimento encontram-se em um nível ainda bem abaixo das que se registraram no auge do ciclo de investimentos dos anos 1970 e apenas nas imediações das que ocorreram na ‘década perdida’, os anos 1980”. (BIELSCHOWSKY et al., 2002, p.214)

Mesmo que a recuperação dos investimentos no período não tenha sido expressiva, ela é, de alguma forma, surpreendente. Se, por um lado, o impacto positivo da inflação poderia estimular os investimentos, por outro lado, as altas taxas de juros e a baixa expectativa de rentabilidade exerceram, conjuntamente, um impacto negativo sobre a decisão de investir das empresas ao longo do período.

No que diz respeito ao custo do empréstimo, para o tomador de empréstimos, “as taxas de juros de curto prazo nacionais situaram-se, em 1995, em 50%, e em 1996-1997, em 34%”, (BIELSCHOWSKY et al., 2002, p.220) entre as mais altas do mundo. Ao mesmo tempo, a remuneração dos títulos do governo, que correspondem ao ‘custo de oportunidade’ para o capital, foi de 20% reais ao ano, em média.

No que diz respeito à rentabilidade, os autores afirmam que a rentabilidade negativa dos primeiros anos da década de 1990 deu lugar a uma rentabilidade positiva no período estudado, porém muito baixa. Bielschowsky et al. (2002, p. 219) afirmam que

são taxas de lucro que se comparam muito desfavoravelmente com as ocorridas no passado. Um ponto importante a destacar é que a baixa rentabilidade ocorre apesar de um elevado crescimento na produtividade, ou seja, a reestruturação da indústria brasileira permitiu que as empresas superassem o prejuízo, embora não lhes tenha devolvido as taxas de rentabilidade que dispunham no passado.

Segundo os autores, a explicação para a razoável recuperação da taxa de investimento no período 1995-1997, apesar do fato da comparação entre rentabilidade esperada e taxas de juros afetar desfavoravelmente o investimento, é que ocorreu, ao longo do período, um miniciclo de modernização<sup>1</sup>.

O miniciclo de modernização foi viabilizado pelo fato de o investimento em modernização, ao elevar a eficiência do estoque de capital já existente, implica num alto rendimento. O alto rendimento obtido, por sua vez, pode ser explicado através da convergência entre três fatores:

- 1) a existência de um parque produtivo instalado relativamente obsoleto;
- 2) pelo fato de a modernização ocorrer num parque produtivo que passou na primeira metade dos anos 1990 por uma intensa racionalização, a qual preparou as empresas brasileiras para “selecionar os investimentos e

---

<sup>1</sup> Embora a modernização tenha sido o movimento mais importante e generalizado do período, deve-se ressaltar que os segmentos mais dinâmicos estenderam o investimento além da modernização.

maximizar seus rendimentos técnico-operacional”; (BIELSCHOWSKY et al., 2002, p. 220)

- 3) pela redução acentuada nos preços dos equipamentos, decorrente da abertura e da apreciação cambial.

Segundo os autores, na hipótese de o país inaugurar um ciclo longo de crescimento e investimento, o miniciclo teria correspondido à sua etapa ‘fácil’, uma vez que os investimentos do período buscaram altos rendimentos mediante a modernização de um estoque de capital já existente, mas ameaçado pela competição internacional. A etapa ‘difícil’ seria aquela caracterizada por investimentos em expansão e em novos produtos, os quais implicam decisões que incorporam as incertezas quanto ao futuro.

No segundo período analisado após o Plano Real (1998-2002), reverteu-se, no entanto, a expectativa otimista de que o miniciclo de modernização estaria inaugurando um ciclo mais longo de investimento. De fato, a crise no Sudeste asiático no segundo semestre de 1997 trouxe “uma retração da atividade inversora a partir do segundo semestre de 1998, com continuidade no difícil ano de 1999”, (BIELSCHOWSKY et al., 2002, p.275) embora a retração tenha sido relativamente suave. No segundo semestre de 1999, no entanto, a economia brasileira voltou a uma trajetória de recuperação, embora ainda não exista certeza com relação ao início efetivo de um ciclo mais duradouro de investimento.

Apesar das várias causas do cenário macroeconômico que levam às incertezas com relação ao futuro do investimento no país, os autores afirmam, no entanto, que “a deficiência do sistema financeiro doméstico apresenta-se como um fator decisivo para o investimento no país”. (BIELSCHOWSKY et al., 2002, p.303)

### 1.2.2 O quadro atual do financiamento das empresas

Do ponto de vista das empresas, seus investimentos produtivos podem ser financiados através de:

- a) lucros acumulados;
- b) crédito criado ou intermediado pelos bancos; sejam bancos públicos ou privados, e
- c) lançamento de títulos.

Cada uma dessas alternativas constitui-se num modelo de financiamento específico. Os lucros acumulados, ou autofinanciamento, representam uma fonte interna de recursos para as empresas, enquanto que o crédito bancário e o lançamento de títulos (renda fixa e/ou variável) são recursos destinados ao investimento originário de fundos de terceiros.

Uma pesquisa da CNI (Confederação Nacional da Indústria, 2003) traça um quadro do padrão de financiamento do setor produtivo no Brasil, no que diz respeito aos recursos de terceiros, no início dos anos 2000.

Em primeiro lugar, no que diz respeito *aos empréstimos bancários privados*, estes são excessivamente caros. “De 1997 a 2002, a taxa média real de empréstimos bancários para as empresas, manteve-se usualmente acima de 20% ao ano” (esse dado é referente até o primeiro semestre de 2002). (CNI, 2003, p.10) Além disso, a composição dos empréstimos bancários é de curto prazo e insuficiente. De fato, de acordo com a CNI (2003, p. 12),

os empréstimos às empresas com recursos livres são destinados majoritariamente ao capital de giro, incluindo os saques a descoberto na conta garantida, e ao financiamento do comércio exterior (adiantamentos sobre contratos de câmbio e *export notes*). Em dezembro de 2002, a participação destas linhas correspondia, respectivamente, a 37% e 18% do total. O financiamento para aquisição de bens, por sua vez, representa uma parcela muito pequena do total de empréstimos (3% em dezembro de 2002).

Além disso, a oferta de crédito bancário privado também é restringida pelo custo de oportunidade em aplicações alternativas, como os títulos da dívida pública.



No que diz respeito ao *mercado de capital* no país, esse se apresenta no início dos anos 2000 ainda como uma fonte relativamente pouco importante de financiamento às empresas, apesar do crescimento mais vigoroso do mercado de capital em meados da década de 1990. “As emissões primárias de debêntures, ações e notas promissórias correspondem a não mais que 6% ou 7% do saldo total das operações de crédito bancário”. (CNI, 2003, p,16)

Além disso, o número de empresas aptas a captar recursos com o público através da emissão de valores mobiliários é muito pequeno. “Em dezembro de 2002, havia 945 empresas de capital aberto no país. Este número corresponde a menos de 1% do total de empregados com mais de 20 empregados em operação no Brasil, de acordo com os registros do Ministério do Trabalho e Emprego”. (CNI, 2003, p.15)

Ao longo da década de 1990, um grupo de empresas brasileiras passou a negociar suas ações na bolsa de Nova Iorque através da adoção de programas de *American Depositary Receipts* (ADRs), abrindo, assim, novas possibilidades de captação de recursos externos. O custo envolvido em tal procedimento é ainda, no entanto, muito elevado, o que torna a captação de recursos novos através de ADRs uma alternativa não muito expressiva.

Ao longo da década de 1990, o financiamento externo foi tornando-se uma opção relevante, de tal forma que “o total de captação de recursos externos, incluídos aí os investimentos diretos, os investimentos em carteira e os empréstimos em moeda, saltou de modestos US\$ 17,8 bilhões em 1992 para US\$ 148 bilhões em 1998, um crescimento de 731% em apenas seis anos”. (CNI, 2003, p.16) No que diz respeito, especificamente, à captação de recursos externos via colocação de no mercado financeiro internacional “a emissão de *bônus, notes e commercial papers*, (...) passou de menos de US\$ 8 bilhões no início da década de 90 para US\$ 27,6 bilhões em 1998”. (CNI, 2003, p. 17) Apesar dos números serem expressivos, eles não tiveram impacto no investimento produtivo, como será visto mais adiante. Além disso, as oscilações de prazo e custo, contudo, não viabilizaram esse tipo de financiamento como fonte estável de recursos.

Nesse contexto, o *crédito público* continua sendo a principal alternativa de financiamento de terceiros para as empresas brasileiras. Segundo Bielschowsky et al. (2002), “a única fonte nacional de crédito de médio e longo prazo (até dez anos) para a indústria é o BNDES, que praticou uma taxa real acumulada de 7,5% em 1995, 6% em 1996 e 2,5% em 1997. Apesar de declinante, era uma taxa variável, que carregava o risco de elevar-se com uma eventual desvalorização cambial”. (p. 220)

Como consequência, o crescimento das empresas brasileiras fica limitado à sua capacidade de autofinanciamento. De fato, “no biênio 1998-99, os recursos próprios responderam, em média, por 71% dos recursos necessários aos projetos de investimento das empresas”. (BIELSCHOWSKY et al., 2002, p.281) Já os restantes 29%, correspondentes aos recursos de terceiros, foram obtidos principalmente através dos bancos públicos. O financiamento mediante a incorporação de novos sócios respondeu por apenas 1% do total e a emissão de ações, em particular, teve participação nula como fonte de financiamento dos investimentos<sup>2</sup>”. (CNI, 2003, p. 19) Os créditos bancários respondem por mais de 90% do total de recursos captados com terceiros em 2002 (CNI, 2003).

O fato de o autofinanciamento, ou a reinversão do lucro, ainda se manter como a fonte mais importante de financiamento, impõe, contudo, um constrangimento financeiro ao crescimento das empresas e, conseqüentemente, ao crescimento do investimento produtivo no país. Até os anos 1980, a combinação do processo de industrialização voltada para dentro, com estruturas oligopolísticas de mercado e inflação elevada, lançavam as empresas brasileiras à posição de *price makers* dos produtos, permitindo que essas operassem com uma margem de lucro suficiente para garantir a manutenção do autofinanciamento. Ao longo da década de

---

2. De acordo com a mesma pesquisa, embora apareçam algumas diferenças por porte de empresas (as pequenas empresas dependeram ainda mais do autofinanciamento e utilizaram comparativamente menos o financiamento dos bancos oficiais), a importância relativa das fontes de financiamento permanece a mesma.

1990, no entanto, a estabilização monetária e a abertura econômica retiraram das grandes empresas o seu poder de *price maker*, tornando-as *price takers*. Uma vez que o mercado internacional passa então a estabelecer o preço, as empresas que operam no Brasil precisam controlar custos e aceitar margens de lucro ajustáveis ao preço determinado pelo mercado, reduzindo, conseqüentemente, suas margens de lucro. A redução do volume do lucro retido implica num constrangimento ao autofinanciamento como opção de financiamento para o investimento (COSTA, 1997).

Assim, se nos anos 1980 ocorreu o esgotamento do padrão de financiamento, devido à crise da dívida externa e à crise fiscal, as mudanças que ocorrem ao longo dos anos 1990 consolidam a ruptura desse padrão de financiamento, pois restringe a atuação do último pilar de sustentação do padrão de financiamento anterior, pois, conforme visto acima, o crescimento das empresas encontra-se atualmente limitado a sua capacidade de autofinanciamento. Neste contexto, a busca de alternativas à questão do financiamento se torna crucial para a retomada do crescimento.

### 1.2.3 A questão da ausência de recursos de longo prazo

A ausência de crédito de longo prazo no país sempre foi justificada como uma consequência da instabilidade macroeconômica, e, em especial, das elevadas taxas de inflação. Após o Plano Real e a estabilidade monetária, acreditava-se que a formação de um ambiente econômico mais propício ao planejamento de longo prazo levaria, espontaneamente, ao aumento da demanda e da oferta de crédito de longo prazo. Além disso, de acordo com o discurso oficial, havia um certo consenso que as “reformas estruturais, como a da Previdência Social, atuariam no sentido de ampliar a poupança de longo prazo do país, compatibilizando a captação de instituições financeiras e não-financeiras com a aplicação em ativos de longa maturidade”. (CNI, 2003, p.30) No entanto, mesmo após as mudanças da década de 1990, a insuficiência de crédito de longo prazo permanece como uma questão crucial para o crescimento do país.

O desestímulo ao investimento de longo prazo ocorre, primeiramente, por parte dos demandantes de crédito (empresas), uma vez que a decisão de investimento precisa ser tomada num contexto de excessiva incerteza com relação ao futuro macroeconômico, associado a um custo de capital bastante elevado. Por outro lado, o desestímulo ao investimento também pode ocorrer por parte do ofertante de crédito (investidor institucional, por exemplo). Apesar das diferenças operacionais e estruturais existentes entre os diversos modelos de financiamento, a necessidade de dispor de condições de captação de recursos de longo prazo é um aspecto comum entre todos eles. A formação dessas condições, por sua vez, vai depender das condições de geração de poupança (renda excedente ao consumo) e da conversão da poupança agregada em poupança financeira (ou seja, demanda por ativos financeiros de médio e longo prazos, sejam eles depósitos ou ativos de renda variável) (HERMANN, 1998).

No que diz respeito à poupança financeira (que poderia ser destinada a investimento de longo prazo), cabe destacar que houve um crescimento significativo nos últimos anos. O número de fundos mútuos de investimento no Brasil mais do que quintuplicaram ao longo da década de 90 e seu patrimônio líquido “passou de R\$ 73 bilhões em 1995 para R\$ 365,5 bilhões em dezembro de 2002”. (CNI, 2003, p.31) Quanto às entidades fechadas de Previdência privada (fundos de pensão), esses mais do que duplicaram e “seus ativos passaram de R\$ 74,8 bilhões em dezembro de 1995 para R\$ 178,2 bilhões em novembro de 2002. Esses ativos correspondiam a 8,2% do PIB em 1995, passando a 15% em 2002”. (CNI, 2003, p.31)

No que diz respeito à canalização desses recursos, no caso dos fundos mútuos de investimento (ofertante de crédito), por exemplo, os dados da CNI (2003, p.31) mostram que

a carteira dos fundos mútuos de investimento, que totalizava US\$ 365,5 bilhões em dezembro de 2002, é extremamente concentrada em títulos federais, um reflexo da taxa de juros à

qual o governo se financia. Adicionalmente, 23,6% da carteira estava aplicado em operações compromissadas, operações de curtíssimo prazo com lastro em títulos públicos. Por outro lado, as aplicações com títulos privados e debêntures juntas respondiam por pouco mais de 10% da carteira. (...) Também no caso das entidades fechadas de previdência privada, a carteira de investimentos se concentra em aplicações de curto prazo e elevada liquidez, como os fundos de investimento, a despeito de estas instituições captarem poupança de longo prazo.

Pode-se concluir, dessa forma, que o principal constrangimento ao aumento da oferta de financiamento de longo prazo não é a disponibilidade de recursos de longo prazo, mas sim a canalização desses recursos ao setor privado produtivo. O acesso das empresas a estes recursos, no entanto, enfrenta como principal obstáculo a preferência dos investidores por títulos públicos devido à sua alta lucratividade e baixo risco. Assim, a manutenção dessas condições faz com que o fornecimento de crédito de longo prazo seja obtido principalmente através das instituições oficiais.

### 3 OBJETIVO E HIPÓTESES

Dentro do projeto de desenvolvimento implementado a partir do governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso, a abertura financeira poderia oferecer uma solução à questão do financiamento brasileiro. Por um lado, a entrada de fluxos de capitais externos no país poderia aumentar a capacidade de financiamento externo. Por outro lado, acreditava-se também que a abertura financeira, na medida em que representa a integração do país ao sistema financeiro internacional, produziria impactos no sistema de financiamento interno de forma a ajustá-lo aos moldes da nova dinâmica financeira internacional.

A abertura financeira da década de 1990 implicou não apenas na permissão à entrada de diferentes modalidades de fluxos de capitais no país, mas também na

permissão para que instituições financeiras estrangeiras pudessem operar no sistema financeiro doméstico. Assim, o objetivo do trabalho é, portanto, analisar os impactos da abertura financeira e da absorção dos recursos externos sobre o sistema de financiamento do investimento produtivo das empresas brasileiras. Nesse sentido, faz-se importante ressaltar que o trabalho não pretende concentrar-se nos impactos da abertura financeira para o financiamento externo da economia, mas sim no impacto que a abertura financeira possa ter tido nas transformações de um modelo de financiamento ao investimento.

Dessa forma, o trabalho irá investigar dois aspectos distintos da abertura financeira, mas com relevantes impactos sobre o mercado financeiro brasileiro:

1. Considerando-se que a abertura financeira permitiu a entrada de diferentes modalidades de capital externo no país, que, por sua vez, possuem diferentes condicionantes e exercem diferentes impactos sobre diferentes estruturas da economia brasileira, o trabalho pretende investigar os canais através dos quais esses fluxos de capitais externos foram internalizados pela economia e seus impactos sobre o sistema de financiamento das empresas no país. Nesse caso, serão tratados, especificamente, a captação de recursos através da colocação de títulos nos mercados financeiros internacionais (securitização) e a entrada de capital externo no sistema financeiro doméstico através do investimento de *portfólio*<sup>3</sup>.
2. O impacto que a internacionalização do sistema bancário teve sobre o financiamento produtivo através das condições de oferta do crédito.

Partindo dessa estrutura de análise, procura-se mostrar os impactos da abertura financeira sobre a capacidade de oferecer ao país alternativas ao financiamento produtivo. De fato, tanto o endividamento das grandes empresas no mercado internacional, através da securitização, como a abertura do mercado

---

<sup>3</sup> Os conceitos dessas modalidades dos fluxos de capitais externos serão desenvolvidos no capítulo 4.

brasileiro ao investidor estrangeiro e aos bancos estrangeiros, internalizam a tendência internacional de aumento das operações de mercado de capitais como padrão de financiamento. Além disso, a prática da securitização não implica apenas na possibilidade de empresas e bancos captarem recursos no exterior, através da colocação direta de seus títulos; além dessa possibilidade de financiamento direto das empresas, o mercado secundário que deriva das inovações originárias das operações de securitização poderia dinamizar o mercado de capitais locais. A entrada dos investidores internacionais no sistema financeiro doméstico também poderia estimular a criação de instrumentos e instituições que fortalecessem um mercado de capitais que ofertasse títulos de diferentes espécies, com distintos graus de rentabilidade, risco e liquidez.

A partir daí torna-se possível especificar um pouco mais o objetivo do trabalho. A questão central então é: **a abertura financeira (abrangendo tanto o retorno dos fluxos de capitais externos como a abertura do sistema financeiro doméstico) foi capaz de incentivar a formação de um novo modelo de financiamento brasileiro? Ou seja:**

- 1. O retorno dos fluxos de capitais externos permitiu o surgimento de novos arranjos financeiros, baseados nas novas tendências internacionais (mercado de capitais e securitização)?**
- 2. A internacionalização do sistema bancário foi capaz de alterar as condições da oferta de crédito no mercado brasileiro?**

Levando-se em consideração os fatos já demonstrados acima, ou seja: que no início dos anos 2000 a ausência de um modelo de financiamento continua sendo um dos principais constrangimentos para o crescimento do investimento produtivo no país, surge, então, a questão final: **por que no caso do Brasil, a entrada de fluxos de capitais externos não garantiu, por si só, o surgimento e a consolidação de um mercado de capitais nos moldes do modelo de financiamento desenhado pela tendência internacional recente e por que a abertura do sistema bancário doméstico não foi capaz de consolidar uma oferta de crédito mais barato?**

A fim de responder essa pergunta, devemos ter em conta dois fatos importantes com relação à abertura financeira:

- 1) A abertura financeira representou a integração brasileira ao sistema financeiro internacional. Essa integração se deu, no entanto, entre parceiros desiguais (STUDART, 2001). Ou seja, ocorreu a integração entre um sistema financeiro baseado no crédito e em fase de esgotamento com um sistema financeiro pungente e baseado no sistema de mercado de capitais, tendo o mercado financeiro dos Estados Unidos o principal modelo de convergência.
- 2) A abertura financeira, associada à abertura comercial, ocorreu como parte de um programa de estabilização da moeda que acabou gerando um círculo vicioso de altas taxas de juros, excessivo endividamento público e aumento da fragilidade financeira externa (como será visto mais adiante).

Nossa hipótese, portanto, é:

- se por um lado, a abertura financeira estimula, de fato, mudanças no mercado financeiro nacional,
- por outro lado, as características da abertura financeira, descritas acima, configuram um sistema financeiro doméstico bastante desvinculado das necessidades de financiamento do investimento produtivo no país. Dessa forma, os recursos captados pelo sistema ou são absorvidos pelo setor público, ou são valorizados financeiramente dentro do próprio sistema.

Na verdade, a estrutura do sistema financeiro doméstico que se monta pós-abertura financeira está realmente relacionada à lógica do modelo de desenvolvimento atual: uma lógica baseada na especulação financeira, o que abre espaço para o desenvolvimento de mercados financeiros nacionais que não estejam vinculados ao financiamento do investimento produtivo interno, e sim apenas à valorização do capital financeiro, seja nacional ou internacional. Na esteira desse



processo, pode-se abrir espaço para alguma forma de captação de recursos por parte das empresas produtivas, mas esse processo é marginal.

No capítulo 2, busca-se construir um arcabouço teórico que irá conduzir a análise da abertura financeira no Brasil na década de 1990, e do papel que a reinserção do país no sistema financeiro internacional possa vir a desempenhar como alternativa ao financiamento do investimento no país. Primeiramente, serão apresentados os referenciais teóricos que justificaram, dentro da visão do *mainstream* econômico (aqui também chamada de “visão convencional”), a abertura econômica como alternativa aos problemas de financiamento do país. Em seguida, será apresentada uma perspectiva de cunho keynesiana sobre investimento e instabilidade financeira. Essa seção apresenta uma crítica à visão teórica convencional. Essa visão alternativa servirá também como referência teórica para a análise empírica desenvolvida nos próximos capítulos.

O capítulo 3 busca fazer uma rápida referência histórica da construção e do esgotamento do modelo de financiamento que perdurou até a década de 1990.

O capítulo 4 pretende apresentar as principais mudanças ocorridas no contexto internacional, assim como os caminhos tomados pelo governo brasileiro na direção da inclusão do país nesse novo contexto internacional, através da abertura financeira. A abertura do país aos movimentos internacionais de capital trouxe, contudo, um aumento dos riscos de instabilidade macroeconômica dentro do país, com elevado aumento da fragilidade financeira externa.

Considerando-se que a década de 1990 foi marcada pelo processo de abertura do sistema financeiro nacional, o qual ocorreu através da eliminação das barreiras à entrada no país dos investimentos estrangeiros de *portfólio*, da permissão que residentes pudessem captar recursos diretamente no sistema financeiro internacional (securitização) e da permissão da entrada de instituições financeiras estrangeiras mediante a aquisição do controle acionário de instituições locais e/ou instalações de

subsidiárias, os capítulos 5, 6 e 7 pretendem discutir separadamente cada uma dessas expressões da abertura financeira.

No capítulo 5, serão avaliados os impactos que a internacionalização do setor bancário teve para o aumento da oferta de crédito privado, a partir de meados dos anos 1990. Acreditava-se que a internacionalização do sistema bancário poderia alterar a dinâmica do mercado de crédito no país, ampliando sua oferta e tornando-o mais barato. No capítulo 6, será discutida a entrada dos investimentos de *portfolio*, seus canais de acesso no mercado financeiro doméstico e sua possível contribuição à construção de um novo modelo de financiamento. O capítulo 7 tratará da possibilidade aberta às empresas financeiras e não financeiras no país de captar recursos diretamente no mercado financeiro internacional e o impacto que essa alternativa teve nas empresas que puderam recorrer a este tipo de alternativa. Finalmente, no capítulo 8, serão traçadas algumas conclusões.

## **2. O REFERENCIAL TEÓRICO**

Nesse capítulo, será apresentado o arcabouço teórico que irá conduzir a análise da abertura financeira no Brasil na década de 1990 e do papel que a reinserção do país no sistema financeiro internacional possa vir a desempenhar como alternativa ao financiamento do investimento no país.

Primeiramente, será apresentada a teoria da repressão financeira, uma vez que a origem dos programas de abertura financeira implementados pelos países da América Latina está na mudança de paradigma que a teoria da repressão financeira representou. Em seguida, será apresentada uma perspectiva de cunho keynesiana sobre investimento e instabilidade financeira, como contraponto teórico à visão da repressão financeira.

### **2.1. OS ASPECTOS TEÓRICOS – A VISÃO CONVENCIONAL**

#### **2.1.1 A teoria da repressão financeira e o desenvolvimento**

Os trabalhos de McKinnon (1973) e Shaw (1973) sobre as relações entre repressão financeira e desenvolvimento econômico ganharam notoriedade não apenas por terem lançado as bases para um novo projeto de pesquisa conhecido como teoria da repressão financeira, mas também “pela influência sobre as prescrições de política do Banco Mundial e do FMI aos países em desenvolvimento”. (ALDRIGHI, 1997; p.30)

A teoria da repressão financeira parte de estudos comparativos entre o Sudeste Asiático e a América Latina para argumentar que o subdesenvolvimento dos países latino-americanos poderia ser explicado como um produto da forte intervenção governamental no mecanismo de alocação dos recursos financeiros como alavanca da industrialização. De acordo com essa visão, a “aplicação de políticas de inspiração

keynesianas, reprocessadas através do enfoque cepalino”, (CINTRA, 1999a, p.32) levaram esses países a uma situação de repressão financeira,<sup>4</sup> de forma que o crescimento econômico nos países latino-americanos acabou sendo bloqueado pela escassez da poupança e, conseqüentemente, do investimento.

De acordo com a abordagem da repressão financeira, nos países da América Latina, a intervenção governamental no mercado financeiro ocorria, normalmente, mediante a exigência de altas taxas de encaixe para os depósitos bancários, o controle dos níveis máximos de taxas de juros (o que, numa situação de inflação crônica, acabou gerando uma taxa de juros reais negativa) e a alocação seletiva de crédito.

Os elevados encaixes exigidos ao sistema bancário reduziram a oferta disponível ao crédito, enquanto que a alocação seletiva do crédito, associada ao controle da taxa de juros, acabou gerando distorções financeiras e produtivas.

Primeiramente, a alocação seletiva do crédito gerava um sistema financeiro fragmentado, dentro do qual conviviam tanto os setores econômicos privilegiados que possuíam acesso ao crédito oficial recebendo, portanto, subsídio do governo, quanto os setores econômicos restantes que pagavam taxas de juros reais bastante elevadas no mercado. Dessa forma, dentro de um sistema financeiro fragmentado, “os agentes econômicos se encontram diante de diferentes preços para os mesmos serviços, graças à intervenção governamental seletiva, o que determina discrepâncias nas taxas de rentabilidade dos ativos de capital e financeiro”. (CINTRA, 1999a, p.33)

Em segundo lugar, como a maior parte dos poucos recursos financeiros existentes eram alocados por mecanismos que não o de preços, através da alocação seletiva do crédito por parte do governo, projetos de investimento que não se justificavam economicamente acabavam sendo implementados, levando a uma

---

<sup>4</sup> A literatura da repressão financeira entende como repressão uma situação na qual um certo mercado “enfrenta obstáculos institucionais (de política econômica e administrativos) para alcançar a posição de equilíbrio e, portanto, comprometem a racionalidade de alocação de recursos” (CINTRA, 1999, p. 32 e 33).

alocação menos eficiente desses recursos. A alocação ineficiente dos recursos financeiros, fruto da fragmentação no mercado financeiro, gerava, portanto, sérias distorções na estrutura produtiva, condenando a atividade econômica a um nível de investimento (e de crescimento) abaixo do seu potencial, com níveis tecnológicos inferiores e à acomodação empresarial.

Assim, de acordo com os adeptos da teoria da repressão, nos países da América Latina, a intervenção governamental no mercado financeiro acabava gerando uma restrição financeira fundamental que afetava os investimentos por parte das empresas. Essa restrição era a ausência de um mercado financeiro que oferecesse serviços financeiros diversificados e que fosse capaz de substituir as ações governamentais nos processos financeiros. Nesses países, o volume de investimentos estava, portanto, condicionado à capacidade de autofinanciamento das empresas. Considerando que “em geral, a adoção de novas tecnologias implica desembolsos elevados concentrados no tempo, a restrição ao financiamento externo entrava o incremento da produtividade dos investimentos e pode acentuar as diferenças nas taxas de retornos, pois somente os mais ricos estariam capacitados financeiramente a inovar”. (ALDRIGHI, 1997, p.34)

Além disso, a prática de políticas de taxas de juros subsidiadas provocou, de acordo com a teoria da repressão financeira, escassez de poupança, gerando nesses países uma carência crônica de poupança interna.

Assim, a restrição financeira ao desenvolvimento econômico deveria ser removida mediante a adoção de uma estratégia de taxas de juros reais elevadas, a fim de expandir a poupança, aumentar o volume e a qualidade do investimento e ampliar os prazos de empréstimos.

McKinnon (1973) formula um esquema teórico a fim de justificar os efeitos positivos das reformas monetárias liberalizantes sobre o processo de acumulação produtiva em países em desenvolvimento. O autor ressalta que nesses países prevalece o autofinanciamento como a principal opção de financiamento ao investimento. Isso implica que as empresas precisam acumular saldo monetário

para realizar seus investimentos. A moeda é, portanto, o canal através do qual ocorre a acumulação de capital e as condições de oferta de moeda possuem um impacto fundamental sobre as decisões de poupar e investir.

Além disso, o autor postula a existência de complementaridade entre moeda e ativos de capital em países em desenvolvimento. Dessa forma, o investimento seria uma função da taxa de retorno dos ativos de capital e da taxa de rendimento real da moeda. O investimento seria, então, incentivado até o ponto em que o retorno dos ativos de capital fosse igual ao retorno da posse de moeda.

Dessa forma, as Autoridades Monetárias deveriam adotar uma política monetária que visasse a estabelecer um nível de taxas de juros reais elevado e estável, a fim de estimular a formação de capital físico numa economia em desenvolvimento, pois o aumento da taxa de retorno real pela posse da moeda induz à transferência de recursos antes alocados em investimentos ineficientes e em aplicações socialmente onerosas para usos mais eficientes (ALDRIGHI, 1997).

Numa economia baseada no autofinanciamento, a elevação da taxas de juros reais tornaria a alocação de recursos mais eficiente, pois o aumento das taxas de juros incentivaria a posse de saldos monetários reais, aumentando o custo de oportunidade de investimentos autofinanciados, o que, por sua vez, desestimularia o autofinanciamento de projetos de pouco valor econômico.

Partindo então desse diagnóstico, os seguidores da teoria da repressão financeira argumentam que a restrição financeira ao desenvolvimento econômico só poderia ser removida através de reformas capazes de desmontar os mecanismos de repressão financeira. Isto implicaria na adoção de uma política de liberalização financeira que incluiria a eliminação dos limites de taxas de juros, das aplicações compulsórias em determinados setores e outros mecanismos de crédito seletivo, assim como a supressão das barreiras à entrada nos mercados financeiros. Essas medidas permitiriam que as taxas de juros se tornassem elevadas, o que promoveria a elevação da poupança, e, conseqüentemente, do volume de investimento. A elevação da taxa de juros permitiria também a seleção, via forças de mercado,

daqueles projetos de investimento suficientemente rentáveis para suportar o efetivo custo de capital, considerando a escassez de poupança. Esse aumento na eficiência da utilização do capital implicaria numa taxa de crescimento maior na economia. Portanto, nessas condições, a alta das taxas de juros não significaria uma baixa do investimento, uma vez que o aumento da taxa de crescimento aumentaria a poupança (ALDRIGHI, 1997).

É importante ressaltar que subjacente a essa abordagem, encontra-se a visão neoclássica de investimento de longo prazo, segundo a qual os recursos necessários para a expansão do investimento privado só podem ser obtidos pela expansão prévia da poupança, que, por sua vez, é estimulada pela elevação das taxas de juros reais. Nessa concepção, o mercado financeiro representa apenas o *locus* da intermediação de capital entre poupadores e investidores (STUDART, 1999).

McKinnon (1990) ressaltava, também, que o sucesso de estratégias que visem reduzir a repressão financeira (taxas de juros reais elevadas) torna-se impossível na ausência de um nível baixo e estável da taxa de inflação.

### 2.1.2 - A repressão financeira externa e a revisão ortodoxa da teoria da repressão

O conceito de repressão financeira, desenvolvido por McKinnon e Shaw, também foi estendido às restrições à livre movimentação de capitais financeiros internacionais. A repressão financeira externa seria, então, criada pela existência de mecanismos diretos e indiretos que impedissem ou reduzissem a conversibilidade da moeda nacional em moedas estrangeiras, tanto nas transações correntes como nos movimentos de capitais. Assim, a abertura financeira de uma economia relaciona-se ao processo de liberalização dos movimentos de capitais (liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos), o aumento da facilidade para que não-residente operem nos mercados financeiros domésticos e à permissão para que se efetuem as transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no território nacional.

A adoção de uma política de abertura financeira ao capital externo passou a ser vista, pelos representantes do *mainstream* econômico, como solução para

desenvolver mecanismos privados de financiamento de longo prazo. Michel Camdessus, em discurso proferido na Assembléia Geral das Nações Unidas, em 1997, em nome do Fundo Monetário Internacional, logo após a crise asiática, **relembra os benefícios** da livre movimentação de capitais:

- Mercados financeiros globais promovem uma alocação mais eficiente dos recursos entre os diversos países, aumentando, assim, as oportunidades de investimento, criação de emprego e crescimento econômico disponíveis aos países.
- A livre movimentação de capitais contribui para um aperfeiçoamento da intermediação financeira global entre poupadores e investidores. O que significa que a poupança externa seria canalizada para os países com insuficiência de capital.
- A abertura ao livre movimento de capitais contribui para que os países que possuam fragilidades estruturais, que impedem o crescimento, adotem políticas macroeconômicas mais consistentes e eficientes (CAMDESSUS, 1997).

Fisher (1997), outro representante do *mainstream* econômico, ao comparar os custos potenciais com os benefícios efetivos da liberalização financeira, utiliza dois argumentos a favor da abertura financeira. O primeiro é o argumento da inevitabilidade do processo e que, portanto, os países precisam se preparar bem para a liberalização da conta de capital: políticas econômicas, instituições, particularmente o sistema financeiro, precisam ser adaptados para operarem num mundo de mercados liberalizados (FISHER, 1997).

Em segundo lugar, a livre movimentação de capital facilita a alocação mais eficiente de poupanças entre os países e ajuda a canalizar os recursos em direção a finalidades mais produtivas, o que contribui para o crescimento econômico global. Para os países individualmente, esse benefício se concretiza na maior entrada de recursos externos que se direcionam para os sistemas financeiros domésticos, assim



como no maior acesso dos residentes aos mercados de capitais internacionais. No que diz respeito ao benefício para a economia internacional, a abertura financeira pode apoiar o sistema multilateral de comércio, uma vez que amplia os canais de financiamento do comércio e do investimento disponíveis aos países. Além disso, os fluxos de capitais internacionais aumentam as oportunidades de diversificação de carteira, aumentando as possibilidades de minimização dos riscos por parte dos investidores, domésticos e externos. Finalmente, a abertura financeira aumenta a eficiência dos sistemas financeiros domésticos, devido à concorrência entre agentes residentes e não-residentes e à introdução de tecnologias financeiras mais avançadas (FISHER, 1997).

Fisher (1997), ressalta, também, que, embora esses argumentos possam parecer muito abstratos, eles têm uma contrapartida no mundo real. Acesso à poupança global implica em:

- aumento de investimento direto para os países,
- possibilidade dos governos se financiarem através de captação de recursos mais baratos que internamente nos mercados internacionais,
- possibilidade das empresas domésticas também obterem financiamentos mais baratos e mais sofisticados nos mercados financeiros internacionais,
- maior possibilidade dos residentes obterem carteiras de investimento mais diversificadas e com menos risco, devido à entrada do investimento de *portfolio* estrangeiro no país,
- maior sofisticação e incremento do sistema financeiro doméstico devido à introdução de novas tecnologias financeiras que acompanham a entrada de participantes estrangeiros nos mercados domésticos.

Embora sempre tenha havido consenso dentro do *mainstream* em relação aos benefícios da abertura financeira, é importante ressaltar que nos trabalhos seminais de McKinnon e Shaw, nos anos 1970, havia divergências entre os dois autores quanto ao momento da implementação da abertura financeira nos países em

desenvolvimento. Enquanto McKinnon, ressaltava a necessidade da liberalização financeira interna preceder a liberalização dos fluxos de capitais externos, Shaw, defendia a implementação simultânea das reformas internas e externas como uma espécie de “tratamento de choque”.

É dentro desse contexto teórico que tiveram início, nos anos 70, nos países do Cone Sul da América Latina (Argentina, Chile e Uruguai), os primeiros processos de desregulamentação financeira (implementando inclusive a abertura financeira), apoiados pela teoria da repressão financeira.

A experiência nesses países de promover a estabilização mediante a ampla liberalização e abertura dos mercados financeiros e comerciais, contudo, não foi bem sucedida, acarretando uma elevação exorbitante das taxas de juros e enorme endividamento externo. O colapso financeiro dos bancos e empresas só foi evitado devido à intervenção dos governos<sup>5</sup>.

O fracasso dessas experiências estimulou uma ampla discussão sobre a seqüência da abertura comercial e financeira ao longo dos anos 80, levando à reformulação no pensamento convencional. Ao analisar as causas do fracasso das experiências dos países do Cone Sul, a visão ortodoxa encontrou na falta de uma seqüência lógica na implementação das reformas as causas para a situação de elevado endividamento externo e valorização cambial enfrentada por esses países.

O argumento seqüencial passou, então, a sustentar que a conta corrente deveria ser liberalizada antes da conta de capital. Nas palavras de McKinnon (1982, p.163):

contrariando a opinião dominante, a liberalização comercial deve ocorrer *sem* que se conte com a entrada de capital externo de curto prazo ou de créditos provisórios oferecidos por governos estrangeiros ou agências internacionais. Essas modalidades de capitais são insustentáveis no longo prazo e dão sinais incorretos ao mercado. (...) Claro que a entrada de capitais externos sustentáveis e de longo prazo para financiar um modesto déficit comercial é bem-vinda. Contudo, a entrada de capital externo financeiro precisa ser muito bem administrada pelas autoridades

---

<sup>5</sup> Ver DIAZ-ALEJANDRO (1985).

econômicas durante a fase de transição, quando o mercado de capital doméstico ainda não está completamente liberalizado e, portanto, ainda não sinaliza uma taxa de juros correta.

De acordo com o argumento seqüencial, o colapso financeiro de certos países da América Latina havia ocorrido devido à simultaneidade dos processos de liberalização (financeiro e comercial), a qual implicou em taxa de juros superiores às internacionais, provocando uma excessiva entrada de capitais externos e valorização cambial e elevado endividamento externo. A conseqüente valorização cambial, por sua vez, impede o desenvolvimento da produção de bens *tradables* (McKINNON, 1982).

Assim, em relação à seqüência das reformas liberalizantes, tanto a liberalização financeira interna quanto a abertura comercial deveriam anteceder a abertura financeira. “A existência de um sistema financeiro não-reprimido, com taxas de juros e alocação de crédito liberalizados, reduzidas reservas compulsórias e ausência de barreiras à entrada seriam essenciais para garantir a intermediação eficiente dos fluxos de recursos externos”. (PRATES, 1999a, p.58)

Em suma, de acordo com a visão seqüenciada da teoria da repressão financeira, a liberalização financeira interna deveria vir antes da permissão aos influxos de capital estrangeiro, pois a entrada de capital externo, em situação de repressão financeira interna, além de pressionar pela valorização da taxa de câmbio, pode também levar os fluxos de capitais externos a serem alocados de maneira ineficiente, na concepção da visão mais convencional.

Uma vez obtida a estabilização monetária, necessária para atrair capital externo, a seqüência ótima para a liberalização dos mercados dentro de um país seria a seguinte:

- Primeiramente seria necessária uma reforma fiscal que, ao controlar o déficit público, reduziria a necessidade de rolagem da dívida pública e abriria espaço para uma redução da rigidez das taxas de juros de curto prazo.

- Em seguida, completando a “desrepressão” financeira interna, viria a desregulamentação financeira doméstica e uma política de juros reais elevadas, de forma a aumentar a poupança privada.
- O passo seguinte seria a unificação do mercado cambial, para em seguida implementar a abertura comercial.
- Finalmente, por último, deveria ocorrer a liberalização financeira externa.

No que diz respeito à abertura financeira, passou-se também a enfatizar o gradualismo do processo, recomendando-se a manutenção dos controles sobre os fluxos de capitais durante o processo de estabilização, a fim de evitar pressões sobre as taxas de câmbio e de juros e impedir que a entrada excessiva de capitais externos tornasse insustentável as prefixações anunciadas. Dessa forma, primeiramente, deveriam ser liberados os fluxos relacionados ao investimento estrangeiro direto, dado o caráter menos volátil desse tipo de capital, enquanto que os investimentos de *portfólio* e os fluxos de capitais de curto prazo deveriam ser liberalizados apenas na etapa final da abertura financeira.

### 2.1.3 A abertura financeira nos anos 1990

Embora no meio acadêmico a literatura da liberalização seqüenciada já demonstrasse os equívocos da liberalização e da abertura de choque, os programas de abertura financeira implementados por vários países da América Latina a partir do final dos anos 1980 e início dos anos 1990 não foram, contudo, pautados pela abordagem seqüenciada da teoria da repressão. Ao contrário, em países como o Brasil, Argentina e México, a estabilização monetária só foi alcançada exatamente quando esses países tornaram-se receptores líquidos de capital externo, mediante a abertura financeira. De fato, foi exatamente a entrada de capital externo, decorrente da abertura financeira, que possibilitou a esses países implementar seus programas de estabilização econômica sustentados por uma âncora cambial. O objetivo dessa seção é ressaltar os motivos que levaram o *mainstream* econômico a sugerir aos

países da América Latina a implementação da “agenda do Consenso de Washington” e aos países da América Latina a adotarem tão rapidamente a agenda.

A origem desses programas de abertura financeira está numa agenda de reformas exigidas por instituições oficiais (Banco Mundial, FMI), pelo Tesouro dos Estados Unidos e o *Federal Reserve Board* e pelos Ministérios das Finanças dos países do Grupo dos 7 e principais bancos internacionais credores como condicionalidades para a renegociação das dívidas externas e para o retorno ao sistema financeiro internacional. A essa agenda de reformas convencionou-se chamar de “Consenso de Washington”.

Embora o ritmo das reformas tenha sido determinado pela abordagem do “Consenso de Washington”, a teoria da repressão financeira exerceu uma forte influência sobre essa abordagem. Primeiramente, num plano mais geral, a teoria da repressão financeira reforçou o paradigma da liberalização como a única alternativa para o desenvolvimento dos países da América Latina. Em segundo lugar, a teoria da repressão financeira constituiu-se no enfoque teórico que forneceu sustentação às recomendações para a desregulamentação do mercado financeiro e da abertura financeira na agenda do Consenso de Washington.

A abordagem do Consenso de Washington baseia-se nas respostas dadas por Williamson (1990) ao desafio dos países endividados de alcançar estabilização com crescimento. De acordo com o diagnóstico de Williamson, os desequilíbrios enfrentados pela maioria dos países latino-americanos (excessivo déficit no orçamento do governo, elevado endividamento externo, inflação elevada e baixo crescimento econômico) não eram um fenômeno conjuntural. As raízes da instabilidade macroeconômica e da ausência de crescimento nos países da América Latina estariam na opção feita por esses países, a partir do pós-guerra, por uma estratégia de desenvolvimento baseada na industrialização via substituição de importações, voltada para dentro. A opção por essa estratégia de industrialização implicou na necessidade de o Estado tornar-se o motor do crescimento, o que terminou gerando uma alocação ineficiente de recursos. A reversão dessa situação,

no entanto, não poderia ocorrer no curto prazo, pois implicaria em mudanças mais completas na estrutura econômica desses países.

A agenda do Consenso de Washington incluía, portanto, tanto medidas de estabilização de curto prazo, como a implementação de mudanças estruturais. Dessa forma, sugeria-se a implementação tanto de um pacote de políticas econômicas ortodoxas (disciplina fiscal, reforma tributária ampliando a base de arrecadação e cortando os incentivos e subsídios, manutenção de um câmbio competitivo, por exemplo), visando a obter a estabilidade de curto prazo, assim como de reformas mais estruturais que buscavam reduzir o papel desempenhado pelo Estado nessas economias (a flexibilização das relações de trabalho, a abertura do comércio exterior, a liberalização da conta de capital, privatização de empresas estatais, liberalização das taxas de juros nominais e dos controles sobre o sistema de crédito, por exemplo).

De acordo com as recomendações do Consenso de Washington, a fim de ultrapassar a estabilização e alcançar o crescimento, uma economia deveria passar por pelo menos dois estágios. Ao longo do estágio I, uma sólida base macroeconômica seria construída, priorizando a obtenção de um superávit fiscal primário, seguindo os procedimentos-padrão do FMI para a estabilização, o que significa a eliminação de desequilíbrios fiscais e a manutenção da oferta da moeda e do crédito em equilíbrio com um certo controle da demanda agregada. Nesse estágio, a estabilização macroeconômica seria obtida e a “maior parte do crescimento do produto, durante o primeiro estágio do período de reforma, deveria provir de uma melhor alocação dos recursos e de uma melhor utilização da capacidade existente”. (FANELLI, FRENKEL & ROZENWURCEL, 1993, p.233)

Durante o estágio II seria, então, implementado um pacote de políticas destinadas à liberalização dos mercados financeiros, de câmbio, de bens e serviços, de trabalho, privatização das estatais, etc., a fim de “colocar os incentivos privados mais alinhados com as insuficiências econômicas reais”. (FANELLI, FRENKEL & ROZENWURCEL, 1993, p. 234 )

Finalmente, aqueles países que obtivessem sucesso nos estágios I e II poderiam retomar o crescimento auto-sustentado e receber o apoio dos credores internacionais.

As reformas financeiras implementadas nos países da América Latina desde os anos 70, incluindo entre elas a abertura financeira, portanto, não podem ser vistas como iniciativas isoladas. Na verdade, elas foram componentes de um pacote de reformas estruturais do Consenso de Washington em conjunção com programas de estabilização macroeconômica. Por esta razão, os resultados das reformas financeiras adotadas na região têm sempre surgido em combinação com os efeitos das reformas do setor público, da abertura do comércio e os resultados das políticas macroeconômicas de estabilização, nos quais a taxa de câmbio controlada foi um ingrediente importante nos pacotes de estabilização (FRENKEL, 1998).

A abordagem do Consenso de Washington consolidou, no entanto, a liberalização como o grande paradigma de desenvolvimento dentro do *mainstream* econômico. Fanelli, Frenkel, & Rozenwurcel (1993, p. 232) afirmam que

a influência intelectual dessa visão tornou-se tão dominante que levou Fischer<sup>6</sup> a afirmar que a competição entre dois paradigmas principais de desenvolvimento econômico já havia terminado. O único possível é o que se orienta pelo mercado; conseqüentemente, os participantes do debate sobre o desenvolvimento falam agora a mesma linguagem.

É importante ressaltar o papel desempenhado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), na implementação da agenda do Consenso de Washington. A adesão à agenda deu-se, em grande parte, através das pressões políticas e institucionais que se concretizaram mediante os compromissos de renegociação da dívida externa por parte dos países da América Latina.

Mais especificamente, os programas de abertura financeira passaram a ser exigidos por instituições oficiais e pelos principais bancos credores como

---

<sup>6</sup> FISCHER, Stanley, Comment to John Williamson. John Williamson (ed.), *Latin American adjustment*. How much has happened? Washington: Institute for International Economics, 1990.

condicionalidades para a renegociação das dívidas externas. Dessa forma, desde meados dos anos 80, a liberalização financeira aparece na agenda das condicionalidades que acompanham as negociações da dívida externa. Essa ligação se torna evidente quando, a partir do meio dos anos 80, surge o Plano Baker, baseado no ajustamento com crescimento (PRATES, 1999b).

Bresser-Pereira (2003) ressalta, no entanto, um outro papel importante desempenhado pelo FMI no processo de captação de recursos externos. O FMI compatibilizava os crescentes déficits em conta corrente com as políticas de estabilização, recorrendo à estratégia de estabelecer metas rigorosas para o déficit público, justificando sua política com a teoria dos déficits gêmeos, através da qual, se o país controla o déficit público está automaticamente controlando o déficit em conta corrente<sup>7</sup>. De fato, segundo Bresser-Pereira (2003), se o “FMI estabelecesse metas rígidas para o saldo comercial e a conta corrente, não teríamos o segundo Consenso de Washington”. (p. 20)

Sem desconsiderar o papel do FMI como agente coercitivo na implementação da agenda do Consenso de Washington, o pressuposto básico do presente trabalho é que dois outros fatores contribuíram para que houvesse uma aceitação espontânea da agenda do Consenso de Washington por parte dos países da América Latina: a promessa de reinserção ao sistema financeiro internacional a partir da implementação da agenda e a existência de uma conjuntura internacional marcada por excesso de liquidez financeira.

De fato, subjacente às recomendações do Consenso de Washington existia a crença de que “sólidas” políticas internas seriam recompensadas, quase que automaticamente, com o retorno aos mercados internacionais de capitais, ou seja, uma vez alcançada a estabilização macroeconômica, o país poderia almejar o

---

<sup>7</sup> Segundo BRESSER PEREIRA, “essa teoria só faz sentido quando a taxa de câmbio é de equilíbrio. Quando ela está valorizada, como tem sido o caso do Brasil desde 1994, o país pode ter déficits públicos relativamente pequenos senão superavitários e grandes déficits em conta corrente. E certamente, a economia pode estar desaquecida e, não obstante, manifestarem-se os dois déficits” (p.379-8).



crescimento auto-sustentado, de mais longo prazo (FANELLI, FRENKEL & ROZENWURCEL; 1993). Ou, de acordo com Bresser-Pereira (2003), havia, portanto, uma mensagem implícita na abordagem do Consenso de Washington: a de que haveria financiamento ao desenvolvimento para aqueles países que estabilizassem e implementassem as reformas.

A aceitação dessa premissa interessava tanto aos países desenvolvidos quanto aos países em desenvolvimento. Por um lado, os países mais desenvolvidos, cujas políticas comerciais sempre buscaram aumentar seus saldos comerciais, viam na abertura financeira a possibilidade de os países da América Latina obterem financiamento para o aumento de suas importações. Além disso, a abertura financeira também interessava aos bancos comerciais e de investimento dos países ricos, uma vez que eles possuíam excesso de capitais e poupanças em busca de novos mercados lucrativos, dada a conjuntura internacional de então, marcada pelo excesso de liquidez e pela existência de baixas oportunidades lucrativas dentro dos países desenvolvidos (BRESSER-PEREIRA, 2003). No que diz respeito aos países em desenvolvimento, os países da América Latina, inclusive o Brasil, também aderiram ao pressuposto de complementaridade entre ajuste, crescimento econômico e retorno automático ao mercado financeiro internacional. A possibilidade de captar recursos externos novamente e diminuir a restrição externa levou países altamente endividados nos anos 80 a acreditar que pudessem retomar o rumo do seu desenvolvimento econômico recorrendo à poupança externa, o que na prática implicava endividar-se ainda mais (BRESSER-PEREIRA, 2003).

Ao redor da premissa de que haveria um retorno quase automático dos fluxos de capitais externos, para aqueles países que apresentassem bons fundamentos econômicos e que implementassem as reformas estruturais, construiu-se de forma gradual, ao longo dos anos 80, um novo consenso sobre a estratégia de desenvolvimento mais adequada aos países em desenvolvimento. Essa nova estratégia deveria estar ancorada na competição garantida pelo livre jogo das forças

de mercado, na redução do papel do Estado na economia e na abertura comercial e financeira (EDWARDS, 1995).

No entanto, para que os fluxos de capitais externos advindos da abertura financeira realmente pudessem se constituir num mecanismo de financiamento de longo prazo, seria necessário que os fluxos fossem constantes ao longo do tempo. Na concepção do *mainstream* econômico, os fluxos de capitais externos em direção aos países em desenvolvimento seriam sempre constantes, uma vez que a abertura financeira estaria associada a três outros elementos<sup>8</sup>:

1. A implementação das outras reformas liberalizantes (liberalização do mercado financeiro interno, abertura comercial, privatização, etc.), ao eliminar as distorções sobre o funcionamento dos mercados, implicava numa melhoria nos fundamentos da economia receptora de recursos.
2. O fato de que, nos países periféricos, a taxa de retorno dos investimentos produtivos e financeiros é mais elevada que nos países desenvolvidos, devido à escassez de capital.
3. A existência de um contexto global de expansão contínua em permanente liberalização (FRANCO, 1998).

Assim, a conjunção dos três fatores citados acima com a abertura financeira nos países periféricos, permitiria que ocorresse uma transferência constante de recursos dos países mais desenvolvidos para os periféricos. Dessa forma, a eficiência na alocação global dos recursos produtivos e financeiros seria aumentada, possibilitando, assim, a absorção de poupança externa naqueles países que oferecessem maior rentabilidade do capital devido à sua escassez. Dessa forma, seria

---

<sup>8</sup> Dentro da visão convencional, as hipóteses de eficiência dos mercados financeiros e das expectativas racionais estão subjacentes ao comportamento do fluxo de capital externo em resposta à abertura financeira nos países periféricos. A visão convencional, ao aceitar as hipóteses acima, aceita também que a abertura financeira pudesse garantir o ingresso automático dos fluxos de capitais externos ao país, uma vez que estes são guiados pelos fundamentos da economia receptora e pela busca de ganhos de médio e longo prazos. Mudanças adversas na direção dos movimentos internacionais de capitais ocorreriam apenas devido ao surgimento de resultados desfavoráveis nos fundamentos econômicos do país.

possível confirmar, a longo prazo, uma tendência de substituição de um padrão de financiamento de desenvolvimento já esgotado (o qual estava fortemente ancorado no tripé composto por financiamento público, autofinanciamento e empréstimos bancários em moeda estrangeira) em direção a um modelo de financiamento baseado na inserção do país nos novos moldes do sistema financeiro internacional (CARVALHO, 1998).

Finalmente, deve-se ressaltar o fato de que embora a aceitação implícita de que a obtenção de bons fundamentos econômicos e a implementação das reformas estruturais garantiriam o retorno automático dos fluxos de capitais externos para esses países teve um papel fundamental na construção do consenso, o “amálgama” na construção desse novo consenso, tanto para os países desenvolvidos como para os países em desenvolvimento, foi que o contexto internacional, a partir do final dos anos 1980, caracterizava-se por um conjunto de condições que estimularam a reversão dos fluxos dos capitais financeiros em direção aos países em desenvolvimento. A abundância da liquidez financeira internacional, as baixas taxas de juros nos EUA e a recessão nas principais economias desenvolvidas transformaram os mercados emergentes em alvo da maioria dos fundos de investimento internacional para a diversificação de ativos. Associadas a esse fato, as inovações financeiras ocorridas no âmbito financeiro internacional reduziam o risco das aplicações financeiras aos investidores internacionais.

No entanto, as crises financeiras e cambiais da década de 1990 (mexicana em 1994, asiática em 1997, russa em 1998 e a crise cambial brasileira do início de 1999) mostraram que a estabilização e a seqüência das reformas liberalizantes não haviam sido capazes de explicar e/ou evitar as distorções surgidas no processo de abertura financeira. A abordagem teórica do *mainstream* precisou novamente ser revista. Consolidou-se, então, um novo paradigma, que se associou ao paradigma da liberalização: o das informações imperfeitas<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Embora anterior às crises, o seguinte artigo é de importância crucial para entender o pensamento das informações imperfeitas nos mercados financeiros: STIGLITZ, Joseph,

## 2.2 OS ASPECTOS TEÓRICOS – CRÍTICA À VISÃO CONVENCIONAL

Essa seção apresenta uma crítica à visão teórica convencional. Essa concepção alternativa servirá também como referência teórica para a análise empírica desenvolvida nos próximos capítulos.

### 2.2.1 A taxa de juros na teoria de Keynes

Keynes critica a concepção de taxa de juros tal qual apresentada pela tradição clássica (fundamento importante no desenvolvimento do pensamento da repressão financeira). De acordo com essa concepção, a taxa de juros representaria o “preço” de equilíbrio entre a demanda por recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. Ou seja, a taxa de juros seria um prêmio pela renúncia ao consumo presente.

Para Keynes, no entanto, a taxa de juros não resulta da escolha entre consumo presente e consumo futuro. Partindo da concepção de que a moeda não é apenas um meio de troca, mas também uma reserva de valor que tem seu retorno relacionado a um prêmio de liquidez, Keynes argumenta que caso os indivíduos decidam guardar suas poupanças em ativos que não rendam juros, como a moeda, por exemplo, não haveria nenhuma recompensa pecuniária pelo sacrifício envolvido na troca do consumo presente por consumo futuro. “Deveria ser óbvio que a taxa de juros não pode ser um rendimento da poupança ou da espera como tal. Quando alguém acumula suas economias sob a forma de dinheiro líquido, não ganha juro, embora economize tanto quanto antes”. (KEYNES, 1983, p.122)

Para explicar o que determina a taxa de juros, Keynes elabora o conceito de preferência pela liquidez, argumentando que a preferência pela liquidez determina a

quantidade de moeda que o público desejará reter, a uma dada taxa de juros. “A preferência pela liquidez é uma potencialidade ou tendência funcional que fixa a quantidade de moeda que o público reterá quando a taxa de juros for dada”. (KEYNES, 1983, p.122) A taxa de juros representa, então, uma recompensa por abrir-se mão da liquidez e, portanto, da riqueza na forma monetária, uma vez que a moeda é o ativo com maior prêmio de liquidez dentre todos os ativos. Para Keynes, portanto, o juro é a recompensa da renúncia à liquidez. “A simples definição de taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado”. (KEYNES, 1983, p.122)

Keynes distingue três motivos que levam os indivíduos a optarem por demandarem moeda, a fim de satisfazer suas necessidades de liquidez: os motivos de transação, precaução e especulação. O motivo de transação surge da necessidade de “moeda para as operações correntes de trocas pessoais e comerciais”, o motivo precaução consiste no desejo de “segurança com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais”, e o motivo especulação origina-se do desejo de “obter lucros por saber melhor que o mercado o que trará o futuro”. (KEYNES, 1983; p.124) Segundo Oreiro (1999, p. 230), a demanda por moeda decorrente do motivo especulação

se origina da divergência de opinião entre os indivíduos a respeito do comportamento futuro da taxa de juros. Os indivíduos que acreditam que a taxa de juros no futuro será maior do que a taxa de juros corrente estarão antecipando uma redução futura nos preços das obrigações. Sendo assim, eles esperam realizar lucros com a venda de obrigações no presente e a sua recompra no futuro. Durante este período de tempo, eles estarão retendo moeda em seus *portfolios*.

Uma vez definidas as causas que levam os indivíduos a demandarem moeda, Keynes argumenta que a oferta monetária é exógena, cabendo às autoridades governamentais estabelecer qual a quantidade de moeda que estará disponível no sistema econômico.

Assim, dentro da tradição keynesiana, sendo a moeda uma forma de riqueza, a taxa de juros é o preço que guia a escolha da alocação da riqueza entre as suas formas líquidas e ilíquidas. Ou seja, a taxa de juros não é a recompensa por entesourar, e sim a recompensa por se aplicar em outros ativos diferentes da moeda (como por exemplo, ativos financeiros). Nas palavras de Keynes (1983, p.122),

sendo a taxa de juros, a qualquer momento, a recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem dinheiro alienar o seu direito de dispor do mesmo. A taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível.

A taxa de juros resulta, portanto, da relação entre as forças que afetam a oferta de moeda e da preferência pela liquidez daqueles que possuem riqueza na forma financeira. Em outras palavras, a taxa de juros é o elemento que iguala o desejo de manter a riqueza na forma líquida à oferta disponível de moeda (CHICK, 1993).

#### 2.2.2 - A preferência à liquidez como a variável determinante da insuficiência do investimento

Keynes, através do Princípio da Demanda Efetiva, afirma que a decisão de investir vem antes da criação da renda e que, após a geração da renda, a poupança é apenas um resíduo entre renda e consumo. A poupança é, portanto, condicionada pelo nível de renda e pelos hábitos de consumo da sociedade e não tem nenhuma influência sobre o investimento, sendo determinada e não determinante do investimento.

Após a geração da renda, através do mecanismo do multiplicador, cada indivíduo depara-se, então, com dois tipos de decisões: a decisão de consumo-poupança e a decisão de composição de *portfólio* (OREIRO, 1999). A primeira relaciona-se à decisão sobre qual parcela da renda corrente será destinada ao

consumo imediato e qual parcela será poupada. Uma vez estabelecida essa relação, cabe ao indivíduo decidir de que forma será alocada a parcela da renda corrente não destinada ao consumo imediato. Nas palavras de Keynes (1983, p. 121-2):

Para efetivar plenamente suas preferências psicológicas temporais, um indivíduo depara-se com dois conjuntos de decisões a serem tomadas. A primeira relaciona-se com aquele aspecto de preferência temporal que denominei propensão a consumir., fator que (...) determina que parte de sua renda cada indivíduo consumirá e que parte reservará sob alguma forma de comando sobre o consumo futuro. (...) Uma vez tomada esta decisão, porém, outra o espera, a saber, em que forma conservará o poder de comando sobre o consumo futuro, quer de sua renda corrente, quer de sua poupança anterior.

A decisão sobre a alocação da parcela da renda não destinada ao consumo é regida pela preferência pela liquidez do indivíduo, a qual, como visto anteriormente, condiciona o seu desejo em conservar a sua riqueza na forma de dinheiro (ou seu equivalente) ou a sua disposição de “alienar esse poder aquisitivo imediato por um período específico ou indeterminado, deixando à situação futura do mercado a fixação das condições em que pode, se necessário, converter o poder de comando postergado sobre bens específicos em poder aquisitivo imediato sobre bens em geral”. (KEYNES, 1983, p.121-2)

Mas o que leva indivíduos a manter ativos líquidos em seu *portfólio*? Ou como diz Keynes (1983) , “dado que a taxa de juros nunca é negativa, por que alguém preferiria guardar sua riqueza de forma que renda pouco, ou nenhum juro, a conservá-la de outra que renda algum (...)?” (p. 124) Em primeiro lugar, as incertezas quanto ao futuro transformam a posse da moeda num ativo seguro, uma vez que o atributo da moeda é a sua liquidez por excelência. Assim, “quando as expectativas dos agentes são pessimistas, eles podem demandar segurança e flexibilidade no presente para enfrentar o futuro, representadas por um ativo seguro que é a moeda. (...) Logo, *ceteris paribus*, quanto mais incerto é o futuro, maior é a preferência pela liquidez dos agentes”. (CARVALHO, et al., 2001, p. 43)

Segundo Keynes, há, no entanto, uma outra condição necessária para a existência da preferência de liquidez pela moeda como forma de conservação da riqueza. “Esta condição necessária é a existência da incerteza quanto ao futuro das taxas de juros, isto é, quanto ao complexo de taxas de vencimentos variáveis a prevalecer em datas futuras”. (KEYNES, 1983, p.123) Logo, são as expectativas quanto ao futuro da taxa de juros que condicionam a existência da preferência pela liquidez. Por sua vez, alterações nas informações disponíveis por parte dos agentes, que ocasionem uma revisão nas expectativas dos agentes, alteram a preferência pela liquidez, causando, dessa forma, mudanças na taxa de juros. “Assim, a cada conjunto de circunstâncias e de expectativas corresponderá uma taxa de juros apropriada”. (CARVALHO et al., 2001, p.45)

Conclui-se, dessa forma, que, sendo a moeda (assim como outros ativos não reprodutíveis) uma forma de acumulação de riqueza alternativa à acumulação de bens de capital, a preferência pela liquidez pode afetar a demanda agregada. Ou seja, caso a renda não destinada ao consumo seja destinada à compra de moeda e outros ativos líquidos, pode haver deficiência na demanda efetiva na economia.

### 2.2.3 O circuito do investimento pós-keynesiano

Partindo da concepção keynesiana, para que investimentos produtivos se realizem, é necessário que existam duas condições básicas:

- 1. Que haja a predisposição por parte dos agentes privados de empreender novos investimentos produtivos, o que pressupõe que esses agentes privados estejam confiantes quanto à realização de seus lucros futuros.
- 2. A disponibilidade de financiamento, pois a decisão de investir pode não se concretizar devido a problemas de financiamento.

Como já dito anteriormente, no que diz respeito à questão do financiamento ao investimento produtivo e o papel desempenhado pelo sistema financeiro nesse processo, a análise keynesiana tem uma abordagem distinta da abordagem neoclássica. Na teoria neoclássica, o nível de investimento depende da poupança



prévia, que, por sua vez, está relacionada, positivamente, à taxa de juros. Ou seja, elevação na taxa de juros, ao aumentar o nível de poupança agregada, aumenta, conseqüentemente, os fundos de financiamento destinados ao investimento. Essa era a lógica que levava os autores da teoria da repressão financeira a recomendar a existência de uma taxa de juros positiva como forma de promover o crescimento. Além disso, o sistema financeiro é visto apenas como o *locus* de intermediação entre poupança e investimento.

Por sua vez, a análise keynesiana sobre o funcionamento e a funcionalidade do sistema financeiro para o investimento tem sido abordada principalmente por autores pós-keynesianos e está baseada no circuito *finance* - investimento - poupança - *funding*.

De acordo com essa perspectiva, embora o investimento possa ser autofinanciado (através, por exemplo, dos lucros retidos), do ponto de vista macroeconômico, os recursos iniciais para a realização do investimento tendem a se originar da criação de moeda por parte dos bancos e não necessariamente da poupança prévia. Dessa forma, os bancos, e não os poupadores, são fundamentais na determinação da oferta agregada de fontes de financiamento do investimento e, portanto, na transição de uma escala mais baixa para uma mais alta de atividade, ou seja, "(...) o nível de financiamento do investimento independe de poupanças prévias: a capacidade do sistema bancário de gerar crédito proporciona aos empresários, como um todo, flexibilidade na alavancagem financeira". (STUDART, 1999, p.158) O atendimento da demanda por liquidez que surge com a decisão de investir representa o motivo *finance* do circuito do investimento. O *finance* é necessário para a concretização do investimento e explicita a independência que existe entre a decisão de investir e do fluxo de renda "poupado", uma vez que essa demanda pode ser satisfeita simplesmente pela existência de crédito.

A decisão de investir significa, por um lado, obter receitas futuras, mas, por outro, implica também na decisão de contrair dívidas para financiar a aquisição de um ativo de médio e longo prazo. Dessa forma, tanto os bancos comerciais como os

investidores produtivos estarão expostos aos riscos inerentes que são gerados pelos descasamentos entre vencimentos dos empréstimos e recebimento de receitas esperadas.

A partir do investimento, o processo multiplicador gera uma expansão do consumo agregado, do lucro das empresas e da poupança agregada desejada. A poupança é, portanto, o resultado do processo de investimento, e não um pré-requisito para o investimento. Para os pós-keynesianos, a alocação das poupanças (geradas no processo de multiplicação de renda) tem um papel importante na forma de administrar os problemas gerados por esses descasamentos de vencimentos ao longo do crescimento econômico. A expansão da poupança agregada, ao se transformar na compra de títulos de empresas em mercados primários de títulos financeiros, permite a essas empresas transformar suas obrigações de curto prazo (empréstimos bancários) em passivos de longo prazo (debêntures, ações, etc.). (CARVALHO, et al., 2001)

Dessa forma, sem a existência de um mercado financeiro que possibilite as empresas colocarem seus títulos de longo prazo, o financiamento do investimento implica que os investidores são obrigados a aumentar sua vulnerabilidade financeira (hiato entre o prazo médio dos ativos *vis-à-vis* e o prazo médio de seus passivos). Quanto menos desenvolvido esse tipo de mercado ou a demanda por ativos financeiros de mais largo prazo, maior será o problema de descasamento de ativos e, portanto, mais difícil será que os agentes privados assumam o financiamento do investimento. Portanto, o mercado financeiro permite que o investidor produtivo possa alongar o prazo de seus passivos, diminuindo o descasamento de ativos. A esse processo de alongamento a teoria keynesiana chama de *funding*.

Sumarizando, na visão pós-keynesiana, o sistema financeiro tem um papel no crescimento econômico que ultrapassa a mera alocação de recursos poupados pelas unidades familiares. A existência de um sistema bancário minimamente desenvolvido permite o investimento. Esta facilidade traz, no entanto, consigo um *trade-off* de fragilidade financeira, à medida que permite disparidades entre os

horizontes de maturação de posições patrimoniais ativas e passivas das empresas inversoras e das instituições financeiras. O atendimento de *funding* é necessário para o alongamento do perfil das dívidas de curto prazo das empresas não-financeiras. Portanto, uma economia sem sistemas de *funding* adequados é uma economia com pouco fôlego financeiro para o crescimento econômico (STUDART, 1999).

Nesse contexto, a teoria keynesiana (e a pós-keynesiana, particularmente), ao refutar a teoria de intermediação neoclássica, contradiz a teoria da repressão financeira nos seguintes aspectos:

1. Como o nível de investimento não depende da poupança prévia e está inversamente relacionado à taxa de juros, não há por que esperar que os fundos de financiamento do investimento aumentem como consequência da elevação das taxas de juros, já que estas não determinam o nível de poupança agregada.
2. Por outro lado, um aumento da taxa de juros pode exercer efeitos negativos sobre o nível de investimento, assim como trazer dificuldades financeiras para as empresas inversoras e estancar projetos de investimento em curso.
3. A redução do nível do investimento, por sua vez, pode implicar em uma queda da poupança macroeconômica, ou seja, do fluxo de financiamento ou *funding* dos novos investimentos.

#### 2.2.4 A funcionalidade da especulação para o mercado financeiro

É importante também ressaltar que, dentro da perspectiva pós-keynesiana do mercado financeiro, o mercado de capitais possui uma função para o crescimento econômico a qual está associada, em grande medida, ao tamanho e ao desenvolvimento dos mercados primários (onde os ativos são emitidos, possibilitando, dessa forma, aos capitalistas a obtenção de *funding*) (STUDART, 1999). Por sua vez, o tamanho dos mercados primários está associado ao volume das transações nos mercados secundários, uma vez que estes mercados fornecem ao emissor dos ativos a possibilidade de colocação de títulos com custos menores, e, ao investidor (financeiro), a liquidez necessária para amenizar o risco de perdas. Ou

seja, a consolidação e o crescimento do mercado primário de capitais, depende, em grande medida, da existência de um mercado secundário, o qual forneça a liquidez necessária para transformar os ativos primários em investimentos mais seguros. Essa liquidez dos mercados secundários depende, porém, da existência de um volume expressivo de negociação diária, o que por sua vez, requer uma participação ativa de investidores de curto prazo (especuladores).

Na concepção dos pós-keynesianos, portanto, a especulação possui um papel ambíguo no sistema financeiro. Por um lado, são as ações especulativas que fornecem liquidez aos ativos financeiros, permitindo que os mercados financeiros cumpram seu papel essencial. Por outro, embora a existência de especuladores seja importante no mercado, a predominância de especulação de curto prazo tende a inibir a atuação de investidores institucionais de longo prazo, que, por serem mais avessos ao risco de capital, evitam a volatilidade excessiva nos mercados.

Nesse contexto, a teoria keynesiana sobre instabilidade financeira afirma que a crença de que os fluxos recentes de capitais são determinados pelos bons fundamentos econômicos do país receptor parte de uma concepção equivocada sobre a lógica do funcionamento desses mercados ou seja, as hipóteses de eficiência do mercado financeiro e das expectativas racionais (PRATES, 1999).

Na concepção de Keynes, a atividade especulativa é uma consequência natural da própria forma de operação dos mercados financeiros no mundo real e, portanto, os fundamentos econômicos não fornecem um guia confiável para as decisões econômicas sobre o futuro. Em um mundo incerto, as avaliações futuras do mercado são sempre sujeitas ao imprevisto. Além disso, a base informacional sobre a qual se apóiam os tomadores de decisões é incompleta. Nesse ambiente de incerteza, quando não é possível traçar probabilidades acerca do futuro, o comportamento dos agentes pode ser guiado pela lógica especulativa, já que suas decisões resultam de expectativas com relação às variações das cotações dos títulos ou das moedas. Isso implica afirmar que os operadores tendem a se abstrair da realidade dos fundamentos

em benefício da busca de uma opinião sobre a tendência do mercado (PLIHON, 1996). De acordo com Alves Jr. et al (2000, p.85):

(...) a relação entre eventos e respostas depende das interpretações feitas pelos operadores de mercado, cada um operando de acordo com suas crenças a respeito do significado que a generalidade dos participantes do mercado atribuem ao evento em questão, os agentes avaliam os dados disponíveis de forma heterogênea e formulam hipóteses divergentes.

Em suma, como já foi mostrado por Keynes, o comportamento dos investidores num ambiente caracterizado pela incerteza e pela presença de informações incompletas é condicionado tanto pela busca de ganhos de curto prazo como pela adoção de convenções, resultando em ações uniformes e efeitos de “manada”. Nesse contexto, qualquer notícia sobre problemas marginais num determinado mercado pode provocar mudanças nas expectativas (que não estão relacionados necessariamente com os fundamentos econômicos), podendo resultar num ataque especulativo (PRATES, 1999a). Além disso, se as expectativas são inseguras, os preços nos mercados financeiros podem flutuar fortemente em resposta às mudanças nas expectativas formuladas pelos agentes com respeito ao que os outros especuladores devem estar pensando sobre o comportamento futuro. São, portanto, as expectativas de curto prazo do comportamento do mercado as determinantes-chaves do movimento do preço dos ativos financeiros, não sendo possível calcular o valor "fundamental" do preço dos ativos num ambiente caracterizado pela incerteza.

Com relação à hipótese das expectativas racionais, constata-se que “a racionalidade subjacente à decisão dos agentes, num contexto caracterizado por instabilidade financeira estrutural, incerteza, assimetria de informação e de poder e opiniões divergentes, é bastante diferente daquela postulada pela teoria das expectativas racionais” (PRATES, 1999a). Não existe nesse ambiente o agente econômico maximizador agindo num contexto estacionário caracterizado por leis econômicas conhecidas por todos.

### 2.2.5 Modelos de financiamento

Como já visto anteriormente, dentro da perspectiva pós-keynesiana, a poupança não é um pré-requisito para o investimento, mas sim um resultado deste. Uma vez realizado o investimento, a poupança é criada e a renda aumenta, sendo que, numa economia empresarial, o valor da poupança é sempre o mesmo do investimento realizado. Neste enfoque, a questão fundamental deixa de ser a da geração da poupança e torna-se a alocação da poupança gerada, sendo que as decisões individuais de alocação de poupança afetam a distribuição da riqueza na forma financeira<sup>10</sup> e não o volume da riqueza (CARVALHO, 1997).

A alocação dessa poupança financeira desempenha um papel fundamental na questão dos descasamentos entre recebimentos de longo prazo e pagamentos de curto prazo. A alocação da poupança financeira na compra de títulos de empresas em mercados primários de títulos financeiros possibilita às empresas transformar suas obrigações de curto prazo (empréstimos bancários) em passivos de longo prazo (debêntures, ações, etc.).

Dessa forma, como limites financeiros à expansão do investimento encontram-se não apenas a vontade dos agentes (financeiros e empresas) de se tornarem menos líquidos, como também a existência de canais institucionais adequados.

O sistema financeiro de uma economia monetária, ou seja, o estabelecimento de instituições financeiras e mercados financeiros, suas práticas, e inter-relações, passa, então a desempenhar um papel fundamental para a concretização dos investimentos, uma vez tomada a decisão de investimento. O sistema financeiro deve ser organizado para atender às necessidades do processo de formação de capital. Isso significa que ele deve ser capaz de tornar disponível o *finance* necessário para o processo de investimento começar, ou seja, fornecer aos

---

<sup>10</sup> Tavares (1993) ressalta que a poupança financeira corresponde às aplicações das famílias, das empresas e do próprio governo, consubstanciadas no montante de saldo dos ativos financeiros, não tendo necessariamente uma contrapartida direta na produção nem na renda nacional. Já a poupança efetiva corresponde a um fluxo de renda associado a um ato de investimento.

investidores o dinheiro necessário para que possam implementar seus gastos planejados em investimentos, assim como facilitar que o processo de *funding* ocorra. Uma das condições da disponibilidade de financiamento de longo prazo é “que o volume de poupança existente seja efetivamente direcionado para o fim de dar suporte ao *funding*”. (BAER, 1993, p.28) Assim, a questão relevante está relacionada à condução da liquidez em direção as aplicações que estimulem o investimento.

Na visão pós-keynesiana, o mercado financeiro de um determinado país representa uma das formas institucionais possíveis para o financiamento da acumulação em economias monetárias.

Partindo desse enfoque, com relação ao processo de *funding*, têm se desenvolvido basicamente dois tipos de modelos nos sistemas financeiros dos países desenvolvidos: sistemas com base no mercado de capitais (*capital market-based-systems*) e sistemas com base no crédito (*credit-based systems*). Essa tipologia de estruturas financeiras foi adotada por Zysman (1983), a partir do estudo das experiências internacionais de industrialização<sup>11</sup>. Cada um desses arranjos financeiros implica numa determinada relação entre o Estado e os atores políticos, com ganhos e perdas para cada agente, assim como estão associados a diferentes mecanismos de **financiamento** de longo prazo.

O **sistema de mercado de capitais** se caracteriza pela importância do mercado de capitais no financiamento da atividade econômica, especialmente a de longo prazo. Nele predomina o financiamento direto, através do qual firmas interessadas em captar recursos emitem títulos próprios no mercado – títulos de propriedade sobre o capital (ações) ou de dívida (debêntures e outros) – a fim de obter recursos diretamente junto aos poupadores, e não junto a bancos. A oferta de fundos de longo prazo, nesse sistema, é provida tanto por poupadores individuais, mas também, e

---

<sup>11</sup> ZYSMAN (1983) afirma que as estratégias de intervenção do Estado no processo de industrialização só podem ser explicadas através do papel desempenhado pelo sistema financeiro no referido país.

principalmente, por instituições financeiras não bancárias, que atuam no mercado de capitais como representante dos investidores institucionais. O sistema financeiro é segmentado, com instituições financeiras específicas operando em cada segmento. Esse tipo de modelo se desenvolveu em economias pioneiras no processo de industrialização, sendo os Estados Unidos e a Inglaterra exemplos típicos desse modelo de financiamento.

Já no **sistema de crédito bancário**, o financiamento dos investimentos assume, predominantemente, a forma de empréstimos bancários de longo prazo. O modelo tem como base o banco universal, onde uma mesma instituição financeira exerce vários papéis, operando em vários segmentos. O principal representante desse modelo é o sistema financeiro alemão, embora ele tenha sido adotado, em maior ou menor grau, em muitos outros países.

O modelo de crédito bancário pode ter por base não apenas os bancos privados, mas também instituições públicas. No caso do sistema de crédito público, este pode traduzir-se não apenas pela predominância dos bancos públicos na provisão de fundos de longo prazo, como também pela forte influência do Estado sobre a atividade do sistema bancário, no sentido de orientá-lo (via regulamentação e políticas específicas) para áreas consideradas prioritárias ao desenvolvimento econômico (HERMANN, 1998). Os fundos de longo prazo providos nesses sistemas (seja sistema bancário privado ou governamental) decorrem de recursos (depósitos) que os bancos captam junto às famílias e às empresas. Nos países de industrialização tardia, o modelo de crédito bancário foi administrado pelo Governo, mediante a atuação de um Estado desenvolvimentista. Nestes casos, “a organização do sistema financeiro (...) emerge como parte integrante de um plano governamental mais amplo de desenvolvimento econômico”. (HERMANN, 1998, p.30)



### 2.2.6 A alocação da poupança

Dentro da discussão teórica pós-keynesiana sobre poupança, investimento e financiamento, desenvolvida até aqui, é importante ressaltar que:

- uma vez tomada a decisão de investimento, para a sua concretização, no curto prazo, é necessário a disponibilidade de *finance*, e portanto de uma política acomodativa do sistema financeiro diante da demanda de *cash* (BAER, 1993), e, portanto,
- a questão importante não está relacionada ao volume adicional da poupança “*ex post*”, a qual é automaticamente gerada pelo aumento da renda decorrente do gasto autônomo, **mas a forma como essa poupança será alocada e de que maneira isso se concilia com as necessidades de financiamento de longo prazo dos investidores.** Processo através do qual a dinâmica bancária e a acomodação da taxa de juros são elementos centrais (BAER, 1993).
- Desta forma, as necessidades de financiamento de longo prazo de projetos de investimento, ou seja, as necessidades de *funding*, relacionam-se não apenas com a questão do volume da poupança, mas principalmente com a aplicação da poupança e o papel dos agentes financeiros nesse processo.

Seguindo o esquema analítico de Hermann (2003), as formas possíveis de alocação de poupança são:

$$S = \Delta SP + \Delta SD + \Delta SB$$

Onde  $\Delta SD$  e  $\Delta SB$  desdobram-se em :

$$\Delta SD = \Delta SD_C + \Delta SD_M + \Delta SD_L$$

$$\Delta SB = \Delta SB_C + \Delta SB_M + \Delta SB_L$$

onde:

$\Delta SP$  = aumento do estoque de papel-moeda em poder do público a partir da poupança do período;

$\Delta SD$  = aumento dos depósitos bancários a partir da poupança do período;

$\Delta SB$  = aumento do estoque de títulos a partir da poupança do período; e os subscritos C, M e L indicam, respectivamente, curto, médio e longo prazo”.

Além disso, Hermann (2003) considera que:

1) por simplificação, os títulos capazes de atender à preferência por liquidez dos investidores estão incluídos no grupo de ativos de curto prazo, define-se, então:

$$\Delta SL = \Delta SP + \Delta SD_C + \Delta SB_C$$

onde:

$\Delta SL$  = aumento da preferência por liquidez a partir da poupança do período.

2) em economias de mercado, algum grau de preferência por liquidez constitui-se um comportamento racional e regular.

=> Portanto, a parcela da poupança capaz de financiar investimentos é dada por ( $S - \Delta SL$ ), onde,

$$S - \Delta SL = \Delta SD_M + \Delta SD_L + \Delta SB_M + \Delta SB_L$$

Partindo desse esquema, é possível chegar à seguinte conclusão: o que financia o investimento é a disponibilidade de liquidez, e não a poupança. Ou seja, a expansão dos fundos de empréstimos disponíveis ao investimento implica que pelo menos parte dos detentores de riqueza decidam reduzir seu grau de preferência por liquidez, a fim alocar parte de sua poupança em títulos de médio e longo prazo (HERMANN, 2003).

Nas economias de mercado modernas, no entanto, a preferência por liquidez dos agentes econômicos não se manifesta necessariamente através da retenção de papel moeda ou depósitos bancários. A partir de uma série de inovações financeiras iniciadas nas décadas de 1970 e 1980, sistemas financeiros bastante desenvolvidos tecnologicamente e diversificados oferecem aos poupadores individuais e às instituições financeiras a possibilidade de dispor de liquidez sem renunciar completamente a alguma taxa de retorno sobre sua riqueza. O desenvolvimento e a expansão do mercado secundário de reservas bancárias e de títulos públicos, assim como a criação de aplicações financeiras de curtíssimo prazo (principalmente os fundos de investimento que permitem resgates em trinta dias ou menos) criaram certos segmentos do mercado monetário nos quais os títulos, na prática, são bastante semelhantes à moeda e, portanto, cumprem adequadamente a função de fornecer segurança à riqueza, desviando a preferência por liquidez para esses títulos<sup>12</sup> (HERMANN, 2003). É importante insistir na constatação que, atualmente, os títulos públicos federais, principalmente de países em desenvolvimento, estão entre os títulos de curto prazo e alta liquidez.

Dessa forma, no que diz respeito ao financiamento de longo prazo, **a questão fundamental não envolve apenas o aumento da oferta de fundos de longo prazo, mas, principalmente, as decisões de como essa poupança será alocada entre ativos de diferentes maturidades.**

Sobre o processo de canalização da poupança disponível, como forma de alavancar o financiamento, Baer (1993) ressalta que existem quatro vias de canalização da poupança que se combinam de diferentes maneiras:

- as aplicações individuais ou através de fundos de poupança privada em mercado de capitais;
- a intermediação de recursos via sistemas de crédito privado;
- os reinvestimentos dos lucros das próprias empresas; e

---

<sup>12</sup> Embora o retorno sobre as taxas de curto prazo seja sempre menor que o oferecido para aplicações mais longas.

- os fundos de poupança compulsória administrados pelo Estado e canalizados pelo crédito de longo prazo.

Desconsiderando o reinvestimento dos recursos gerados nas próprias empresas, que tende a ser a mais importante fonte de financiamento de longo prazo, no que diz respeito ao **financiamento privado**<sup>13</sup>, a canalização da poupança fica por conta das aplicações em mercado de capitais e a intermediação de recursos via sistemas de crédito.

No que diz respeito ao objeto de análise do trabalho, ou seja: a possibilidade da abertura financeira afetar o financiamento, ressalta-se que o retorno dos fluxos de capitais externos aos países em desenvolvimento, ocorrido ao longo da década de 90, tem o potencial de afetar o financiamento de longo prazo nos países que dispõem desses fluxos.

Em primeiro lugar, a abertura financeira ocorrida nos países mais desenvolvidos e nos países em desenvolvimento tem possibilitado a esses países que a entrada dos fluxos de capitais externos amplie o seu potencial de acumulação, através de uma oferta maior de financiamentos internacionais, seja de crédito bancário de curto prazo, seja de financiamento de longo ou médio prazo, ou de capital de risco (BAER, 1993).

Em segundo lugar, sobre o processo de canalização da poupança e da alavancagem do financiamento, deve-se ressaltar que as transformações ocorridas no sistema financeiro internacional, ao longo dos anos 80, consolidaram o processo de securitização e transformaram as relações entre mercado de capitais e de crédito, dada a importância que assumiram os fundos de pensão e o processo de securitização com a crise do sistema de crédito (BAER, 1993).

Assim, a integração do sistema financeiro nacional ao sistema financeiro internacional, através da abertura financeira, poderia modernizar o sistema financeiro doméstico de forma a ampliar tanto as alternativas de canalização da

---

<sup>13</sup> É importante lembrar que, embora os fundos de poupança compulsória tendam a desempenhar um papel fundamental em países em desenvolvimento como fonte de financiamento, o objeto da pesquisa restringe-se apenas às fontes de financiamento privado.

poupança como a possibilidade de captação de empréstimos no mercado financeiro internacional, ampliando assim as opções de *finance*.

Assim, no caso do Brasil, a questão do aumento da oferta de fundos de longo prazo para o financiamento após a abertura financeira não envolve necessariamente o aumento do montante da poupança agregada, mas, sim, políticas que visem a alterar a alocação da poupança em favor de títulos e dívidas de médio e longo prazo, em detrimento das aplicações de curto prazo, principalmente, no caso do Brasil, os títulos da dívida pública (HERMANN, 2003).

#### 2.2.7 A abertura financeira, a vulnerabilidade externa e a instabilidade endógena: Minsky e Kregel

Na concepção de Minsky, as economias capitalistas são inerentemente instáveis; nelas o desequilíbrio e o desemprego são situações normais e os sistemas financeiros são a fonte de instabilidade.

Partindo da teoria de Keynes, Minsky afirma que, uma vez que os investimentos dependem dos lucros esperados e das condições de financiamento, a decisão de investir é também a escolha dos meios de financiamento do investimento. É exatamente a combinação entre os lucros esperados e o cumprimento das decisões de financiamento que definem as estruturas financeiras das unidades econômicas. Minsky define a estrutura financeira como sendo a relação entre os fluxos futuros de lucros esperados decorrentes do investimento e os compromissos financeiros contratados para a implementação do investimento. As estruturas financeiras podem ser classificadas como *hedge*, especulativa e Ponzi<sup>14</sup>.

Para uma economia fechada, o grau de fragilidade financeira de um país está associado às estruturas financeiras que predominam na economia internamente. Dessa forma, se um grande número de empresas numa economia não é capaz de

---

<sup>14</sup> Quando o fluxo de receitas futuras é maior que o dos pagamentos das dívidas realizadas, para todos os períodos, a unidade econômica possui uma estrutura financeira do tipo *hedge*. A unidade é especulativa quando, para alguns períodos, os pagamentos referentes às dívidas forem maiores que a renda bruta esperada. Finalmente, as unidades tornam-se Ponzi quando elas passam a apresentar um fluxo de obrigações maior do que seus recebimentos.

fazer frente ao pagamento de suas dívidas usando seus fluxos de caixa esperado e presente, então, pode-se argumentar que a economia tem um elevado grau de fragilidade financeira. Ao contrário, quando a maioria das empresas daquela economia encontra-se em posição de honrar suas dívidas com seus fluxos de caixas presente e esperado, a economia encontra-se num estado de baixa fragilidade financeira.

O grau de fragilidade econômica determina o grau de vulnerabilidade da economia às mudanças adversas na conjuntura econômica. Assim, por exemplo, uma elevação da taxa de juros numa economia dominada por unidades especulativas e Ponzi pode levar à instabilidade financeira.

Para Minsky, no caso de uma economia aberta, predomina o mesmo requisito de endividamento de uma economia fechada, ou seja, empréstimos devem ser avaliados com base nos fluxos de receita que geram. A única diferença é que os “fluxos de sustentação podem ser derivados de rendas denominadas em uma moeda, ao mesmo tempo que os pagamentos sejam devidos em outra” (MINSKY, 1994, p.28).

Conceitualmente, “cada Estado Nação é uma unidade com seu balanço de pagamentos”. (MINSKY, 1994, p.28) No início de cada período contábil, os agentes econômicos de um país (unidades empresariais, famílias e governo) se engajam em transações que envolvem compras, vendas, recebimentos e pagamentos. Dessa forma, para Minsky (1994), o balanço de pagamentos de um país “é determinado por quatro tipos de fluxos de fundos: os compromissos de pagamentos de dívidas, a balança comercial, os movimentos de capital de longo prazo e os movimentos de capital de curto prazo”. (p.28)

Se na teoria de Minsky para economias fechadas, a passagem de uma situação de fragilidade para uma de instabilidade financeira estava relacionada a mudanças na política monetária interna (como um choque de juros) ou no estado de convenções que sustentava as expectativas otimistas dos empresários, o conceito de

fragilidade financeira em uma economia aberta envolve um outro componente que é a taxa de câmbio.

Em estruturas financeiras, a desvalorização do câmbio implica no aumento da quantidade de moeda local que é exigida para o pagamento das dívidas fixadas em moedas estrangeiras. Se a dívida for privada, a parcela da renda bruta destinada a fazer frente às obrigações também deve aumentar, reduzindo, portanto, os recursos internos disponíveis para investimentos. Se a dívida for governamental, a desvalorização cambial fará com que uma parcela maior da receita tributária seja destinada ao cumprimento das obrigações, aumentando, possivelmente, o déficit público (MINSKY, 1994).

Variações na taxa de câmbio podem influenciar a estrutura financeira dos agentes econômicos do país em duas dimensões distintas. A primeira diz respeito às atividades operacionais. Nesse caso, o impacto de uma variação cambial sobre o lucro das operações dependerá da moeda em que se realizam as receitas e as despesas. A segunda diz respeito ao financiamento dos agentes. Nesse caso, variações nas taxas de câmbio podem ter influência sobre a estrutura financeira dos agentes econômicos do país de forma diferenciada, dependendo das combinações entre os fluxos de receita e de despesa e dos compromissos financeiros em moeda nacional e estrangeira. Assim, unidades que se financiam em moeda estrangeira, com prazos inferiores à maturidade do projeto financiado, cujos recebimentos se dão em moeda nacional, estão mais vulneráveis às variações na taxa de câmbio. Além disso, “o país fica sujeito a choques externos derivados de alterações nas condições internacionais de financiamento”. (PAULA & ALVES Jr, 1999, p.78)

A fragilidade financeira externa pode, então, ser definida como “o grau de vulnerabilidade de uma economia às mudanças nas condições de financiamento oriundas de alterações nas taxas de juros externa ou ainda nas taxas de câmbio”. (PAULA & ALVES Jr, 1999; p.78) Dessa forma, macroeconomicamente, a economia de um país apresenta elevada fragilidade financeira externa se, para o conjunto de agentes econômicos do país, os compromissos financeiros a vencer

(pelo menos os imediatos) não possam se cumpridos com os recursos externos disponíveis, necessitando de refinanciamento das obrigações de curto prazo (PAULA & ALVES Jr, 1999).

A entrada de capitais externos, nos moldes dessa nova configuração do sistema financeiro internacional, pode gerar sérios desequilíbrios macroeconômicos nas economias receptoras, à medida que cria como contrapartida um elevado passivo externo de curto prazo (devido ao aumento substancial de remessas de divisas para pagamentos de juros, lucros e dividendos e eventuais repatriações de capitais), contribuindo para elevar o déficit das transações correntes.

De acordo com os pressupostos teóricos do *mainstream* econômico, isso não se constituiria num problema estrutural à medida que a adoção das reformas liberalizantes possibilitassem a entrada de um fluxo contínuo de capitais externos numa magnitude suficiente não apenas para financiar os compromissos externos, como também para aumentar a poupança externa. Porém, ao se considerar o caráter especulativo e volátil de um tipo de capital guiado por ganhos de curto prazo e não apenas por fundamentos econômicos, percebe-se que, apesar de importantes, a adoção de políticas macroeconômicas prudentes, isso não é suficiente para garantir a manutenção dos fluxos de capitais e nem evitar os desequilíbrios macroeconômicos<sup>15</sup>. Um padrão de financiamento do crescimento econômico que possa emergir a partir do retorno de capitais externos pode representar, portanto, um desenvolvimento adverso à sustentação de investimentos de longo prazo. Ao contrário, esse tipo de padrão pode levar a uma **fragilidade financeira** do tipo *minskyana*.

De fato, embora a abertura financeira possa ter o potencial de consolidar novas alternativas de financiamento, ela pode gerar, como contrapartida, um aumento da vulnerabilidade financeira dos países em desenvolvimento que passam a

---

<sup>15</sup> Obviamente não se pode desconsiderar o papel fundamental das exportações como forma de fazer frente a esses déficits.



aceitar esses fluxos de capitais externos, os quais ficam mais expostos aos impactos das mudanças nas políticas monetárias e financeiras dos países mais desenvolvidos.

Partindo da concepção de Minsky, Kregel (1999) argumenta que essa vulnerabilidade de fato se tornou visível principalmente naqueles países que optaram por uma combinação entre abertura financeira e plano de estabilização da moeda, como o Brasil. Ou seja, naqueles países que, como já visto anteriormente, a estabilização monetária só foi obtida a partir da abertura financeira e do retorno dos fluxos de capitais externo ao país.

Kregel (1999) afirma que, num mundo marcado pela intensa mobilidade do capital financeiro e produtivo, existe uma instabilidade endógena na implementação de políticas de estabilização baseadas no controle do crescimento da oferta monetária, corte no déficit público, privatizações das empresas estatais, abertura comercial, liberalização dos fluxos de capitais externos, desregulamentação do sistema financeiro e uso de algum tipo de âncora cambial. É exatamente o sucesso na implementação dessas políticas que atraem para o país os fluxos de capitais externos. No entanto, os impactos da entrada do capital externo sobre as políticas domésticas tornam o sucesso das políticas econômicas domésticas insustentável no longo prazo.

De fato, o sucesso das políticas que atraem a entrada de capitais se deve basicamente à política de elevação das taxas de juros. A elevação da taxa de juros atrai para o país um fluxo de capital externo decorrente do diferencial entre taxas de juros internas e internacionais. O resultado é que a taxa de juros real se torna bastante elevada, fragilizando as condições internas do país através da deterioração tanto nas despesas do governo como na conta corrente do país.

Por um lado, a existência de uma oferta monetária implicitamente estabelecida implica que a entrada de capital externo precisa ser esterelizada através da emissão de títulos da dívida pública. Considerando o nível elevado das taxas de juros, a estrutura do gasto público se modifica, pois esse deixa de ser composto por despesas correntes para se tornar composto crescentemente por despesas com

pagamento de juros. Além disso, segundo Kregel (1999), o enxugamento do capital externo através da compra de títulos públicos significa, na realidade, empréstimos com taxas de juros domésticas para adquirir recursos estrangeiros que só poderiam ser investidos com taxas de juros muito baixas nos seus países de origem.

A deterioração na conta corrente ocorre através de dois mecanismos distintos. Por um lado, mesmo com a redução da taxa de inflação, a pressão sobre a taxa de câmbio decorrente da entrada de capital externo significa uma apreciação real da moeda, o que prejudica a competitividade das exportações do país e estimula as importações. Ocorre, assim, uma deterioração da balança comercial. Por outro lado, os pagamentos de juros, dividendos e lucros representam a contrapartida da entrada de capital externo no país. O aumento desses fluxos de capitais implica, obviamente, no aumento das rendas pagas ao capital através da conta de serviços.

Finalmente, o crescimento da deterioração das condições internas do país termina por criar tal nível de instabilidade que qualquer evento (uma mudança no diferencial da taxa de juros internacional, um choque externo, algum sinal de fraqueza por parte da taxa de câmbio) pode levar os investidores estrangeiros a mudar suas avaliações sobre o sucesso da política de estabilização, levando a uma rápida reversão na entrada de capital externo, ocasionando um colapso da taxa de câmbio e uma expressiva perda de capital no balanço dos bancos e das firmas que carregam obrigações estrangeiras que não estão com *hedge*.

Argumenta-se que o sucesso da política econômica doméstica poderia levar à redução das taxas de juros de forma a eliminar o diferencial das taxas de juros e a arbitragem inicial. No entanto, o que se verifica é a existência de uma tendência de que o fluxo de capital decorrente da arbitragem se auto-reforce, tornando o sucesso das políticas domésticas insustentável (KREGEL, 1999).

Dessa forma, a crise ocorre devido à tentativa de introduzir políticas de estabilização em condições de completa liberdade do mercado de capitais. Em outras palavras, políticas de estabilização bem sucedidas, num ambiente de completa abertura financeira, “carregam as sementes de sua própria destruição”, devido à

excessiva entrada de capital externo em busca do diferencial de juros (KREGEL, 1999).

Dessa forma, a possibilidade de a abertura financeira consolidar uma alternativa de financiamento no Brasil fica constrangida pela consolidação de um mercado de títulos da dívida pública, de curto prazo e alta liquidez, que gozam de vantagens comparativas *vis-à-vis* com outras aplicações de médio e longo prazo. Essa situação, no entanto, parece ter relação direta com as condições nas quais se deu a inserção do país dentro do sistema financeiro internacional<sup>16</sup> e com o conseqüente aumento da vulnerabilidade externa.

Concluindo, esse capítulo apresentou as principais vertentes teóricas com relação aos determinantes da oferta de financiamento de longo prazo da economia. Primeiramente foi apresentada a teoria da repressão financeira e o chamado “Consenso de Washington”, que serviram como fundamento teórico para as políticas de liberalização financeiras adotadas no Brasil desde o início dos anos 90. Em seguida, ressaltou-se a crítica pós-keynesiana a esses termos, na qual o foco encontra-se nas modalidades institucionais através das quais se processa a transformação da poupança agregada em oferta de financiamento. Essa última vertente irá orientar a análise dos próximos capítulos, com destaque para o processo endógeno, através do qual, políticas de estabilização macroeconômica geram um ambiente de instabilidade que compromete o investimento produtivo e favorece a valorização predominantemente financeira do capital, impedindo, assim, a consolidação de um modelo alternativo de financiamento de longo prazo do investimento produtivo.

---

<sup>16</sup> No que diz respeito à dívida pública, não podemos desconsiderar também a condução da política de sucessivos governos brasileiros com relação à dívida pública federal. Sobre essa questão, ver HERMANN, 2003.

### **3 UMA VISÃO HISTÓRICA: A REFORMA FINANCEIRA BRASILEIRA DOS ANOS 60 E O ESGOTAMENTO DE UM PADRÃO DE FINANCIAMENTO**

O sistema financeiro brasileiro atual foi estruturado em meados dos anos 1960, sendo gradualmente transformado. Após as grandes mudanças de natureza legislatória e regulatória implementadas na década de 1960, suas regras voltaram a ser alteradas em 1988, quando mudou-se radicalmente a concepção de sistema financeiro idealizada para o país. Ao longo da década de 90, com a abertura financeira aos capitais externos e com a permissão para que instituições estrangeiras pudessem operar dentro do sistema financeiro doméstico, este passa por novas alterações, tanto na regulamentação como na concepção idealizadora de seu desenho.

#### **3.1 A REFORMA FINANCEIRA DO GOVERNO MILITAR**

A estrutura de financiamento brasileira até 1964 caracterizava-se pelas dificuldades de captação de poupança de longo prazo por parte das instituições financeiras privadas e públicas, consequência do baixo grau de desenvolvimento e diversificação do sistema financeiro brasileiro. O financiamento de longo prazo era, portanto, provido pelas instituições públicas, através da emissão de moeda. Considerando-se que os novos recursos criados pela emissão de moeda retornavam ao sistema sob a forma de depósitos à vista (e, portanto, disponíveis para gastos imediatos) e não de poupança financeira, a emissão de moeda tornou-se uma fonte inflacionária de financiamento.

Os mecanismos de financiamento do ciclo de investimentos deslanchados pelo Plano de Metas de Juscelino Kubtschek (1956-61), ou seja, a emissão de moeda e a utilização de capitais externos, via empréstimos e investimento direto, colocou em evidência a ausência de instituições e mecanismos de financiamento privado de longo prazo no sistema financeiro brasileiro.

Neste contexto, o objetivo central da Reforma Monetária-Financeira de 1964-66 era capacitar o sistema financeiro brasileiro a sustentar o processo de industrialização através de mecanismos de financiamento não inflacionários.

A Reforma Financeira e Monetária de 1964 a 1967 buscou implementar no Brasil um modelo de sistema financeiro inspirado no modelo de especialização norte-americano, segmentado e baseado no mercado de capitais. Através da compartimentalização, as instituições, cada uma na sua especialização, passariam a ser capazes de “mobilizar recursos e prover os diferentes tipos de crédito necessários para dar o suporte financeiro indispensável ao bom funcionamento de um país capitalista desenvolvido”. (GOLDENSTEIN, 1994, p.67) Ressalta-se, no entanto, que nessa nova estrutura desenhada, os bancos públicos continuariam a desempenhar um papel importante. De acordo com Hermann (1998), “as reformas não alteraram o modo de atuação das instituições públicas já existentes, mas buscaram instituir um ‘braço privado’ do tipo *capital market based*, com ênfase no desenvolvimento de instituições não-bancárias e no mercado de capitais, em particular” (p.37-38).

As regras de funcionamento do mercado financeiro foram estabelecidas a partir de uma série de Leis e de Resoluções do BACEN, ao longo da segunda metade da década de 60. Dentro desse novo marco regulatório, estabeleceu-se as seguintes funções para as instituições:

- aos bancos comerciais caberia o fornecimento de créditos baseados nos depósitos à vista (curto prazo);
- os bancos públicos de fomento atuariam através de empréstimos de longo prazo, a custos subsidiados e teriam a tarefa de prover ou intermediar financiamentos para a indústria de transformação e o setor de infra-estrutura;

- os bancos de investimento também atuavam através de empréstimos de longo prazo, mas também seriam as instituições responsáveis pelo estabelecimento de um mercado de capitais de longo prazo, intermediando a colocação de títulos das empresas no mercado primário de ações e debêntures, ou adquirindo diretamente esses títulos;
- as sociedades de crédito imobiliário, supervisionadas pelo Banco Nacional de Habitação (BNH) atuavam como emprestadores de segunda linha, através dos recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS); e
- as Corretoras e Distribuidoras de Valores, atuavam somente através do mercado de capitais.

Dentro da estrutura de financiamento desenhada, esperava-se que a reforma pudesse estimular o desenvolvimento de um mercado de capitais que, através da atração da poupança financeira interna para aplicações de médio e longo prazo, principalmente sob a forma de títulos, fosse capaz de financiar a retomada do crescimento econômico. Com esse objetivo, foram concedidos às empresas expressivos incentivos e subsídios para a abertura de seu capital, o lançamento primário de ações e a montagem de fundos de investimento.

A reforma buscou, ainda, garantir o financiamento externo e o público. Corrêa (1995) afirma que o objetivo da reforma era criar condições “ao desenvolvimento econômico sustentado na cooperação entre Estado, capital privado internacional e nacional”. (p.140-1) Além disso, no que diz respeito ao financiamento externo, o diagnóstico das autoridades à época era o de que havia uma carência estrutural de poupança interna, de maneira que, mesmo com a reorganização do sistema financeiro doméstico, haveria a necessidade de complementação da oferta de fundos através da entrada dos recursos externos (HERMANN, 1998). Acreditava-se também que a “entrada de recursos externos deveria, via concorrência, pressionar os intermediários financeiros nacionais, obrigando-os a reduzir as taxas de juros”. (CORRÊA, 1995, p.140-1)

No que diz respeito ao financiamento externo, a entrada de recursos financeiros externos no período deu-se através de dois canais: a Resolução 63 e a Lei nº 4.131. Segundo Corrêa (1995), o vínculo com os mercados internacionais de capitais abriu-se em 1962, através da Lei nº 4131, que passou a permitir que empresas com expressão internacional (tal qual as multinacionais) tivessem acesso ao mercado internacional. Em 1967, através da Resolução 63, o Banco Central passa a permitir a entrada de recursos externos de forma mais flexível, de forma que o setor financeiro privado possa “financiar suas aplicações domésticas em moeda estrangeira, sendo-lhe permitido, a partir daí, captar recursos externos”. (CORRÊA, 1995, p.141)

Quanto ao financiamento público, este passou a ser garantido através da emissão das ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) e das LTNs (Letras do Tesouro Nacional), embora apenas as ORTNs se destinassem ao financiamento do déficit público, devendo as LTNs serem utilizadas apenas para a política monetária de curto prazo, como instrumento de enxugamento ou expansão da liquidez.

Um pré-requisito essencial para o funcionamento da estrutura financeira desenhada à época, era a manutenção de taxas de juros positivas. Esse pré-requisito, no entanto, não era garantido *a priori*, dado o ambiente de elevada inflação daqueles anos. A fim de proteger as aplicações financeiras contra a inflação, criou-se, então, o mecanismo da correção monetária, a qual indexava formalmente o contrato financeiro, desde que a prazos superiores a um ano. A indexação passou a ser feita através da ORTN.

Instituiu-se, também, a indexação ao dólar. Os contratos de empréstimos externos (tanto pela Resolução 63 como pela Lei nº4.131) e os títulos públicos passaram a ser indexados pela variação cambial do período. Aos compradores de títulos públicos era permitido optar, na hora do vencimento do título, pela correção pela ORTN, ou pela variação cambial. A fim de garantir mais estabilidade aos tomadores de recursos externos, de forma a tornar o mecanismo mais eficiente,

adotou-se como regra formal que a cada vinte dias fosse decretada uma mini-desvalorização de acordo com a diferença entre a inflação brasileira e a americana.

Segundo Hermann (2003), não obstante o indiscutível desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, “que passou por profunda diversificação estrutural (de instituições) e operacional (de instrumentos) durante a reforma de 1964 a 1967 e de 1988” (p.242), o que se verificou ao longo dos anos 1970 foi que as reformas fracassaram no intuito de desenvolver um sistema privado de financiamento de longo prazo. Assim, não ocorreu o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico como fonte de financiamento para as empresas e nem os bancos de investimento “se tornaram ofertantes ou intermediários de fundos de longo prazo, mas sim de capital de giro, atuando, portanto, de forma semelhante a simples bancos comerciais”. (HERMANN, 2003, p.242)

O fracasso da consolidação de um novo padrão de financiamento privado de longo prazo até o final dos anos 70, segundo Hermann (2003), deve-se a três fatores distintos.

Em primeiro lugar, falhas no diagnóstico do problema financeiro de economias em desenvolvimento, que partia da suposição de que as dificuldades de financiamento de longo prazo no Brasil decorriam da baixa (ou negativa) taxa real do retorno dos ativos e da conseqüente insuficiência da poupança doméstica. A associação desse diagnóstico equivocado à opção pelo combate à inflação através do gradualismo, levou as autoridades monetárias a instituírem a correção monetária para ativos de renda fixa e os incentivos fiscais para os de renda variável, visando ao aumento de suas taxas nominais e reais de retorno. De acordo com Hermann, (2003, p.245-6):

Esses incentivos premiavam indistintamente as aplicações de curto e de longo prazos, já que, por *unidade de tempo*, o benefício decorrente da correção monetária ou do abatimento de impostos era o mesmo para as aplicações curtas e longas. Assim, não havia, na prática, qualquer vantagem especial nas aplicações longas.



Em segundo lugar, a persistência do processo inflacionário, especialmente a partir de 1974, e seus efeitos sobre o mecanismo da correção monetária. A correção monetária só se constitui num mecanismo eficiente de proteção de renda real num ambiente marcado por taxas de inflação moderadas e estáveis, de forma a garantir a capacidade do cálculo futuro pelas partes envolvidas e possibilite que o crédito da correção seja recebido sem perdas significativas de rendimento ao longo do período de espera.

Em terceiro lugar, a gestão da política financeira, ao longo da década de 60 e 70, foi marcada por avanços e recuos, devido a sucessivas flexibilizações na legislação financeira. Esse foi o caso, por exemplo, da permissão aos bancos de investimento para que estes pudessem emitir títulos de prazos mais curtos e pré-fixados. A partir de então, esses bancos passaram a atuar no mesmo segmento de mercado das financeiras (de curto e médio prazo), “desfrutando de iguais condições de captação no mercado interno, mas contando ainda com a vantagem da captação externa (mais barata que a doméstica)”. (HERMANN, 2003, p.246-7) Dessa forma, somente os bancos comerciais estavam em condições de concorrer com os bancos de investimento, uma vez que estes, além da exclusividade da captação de depósito à vista, também possuíam acesso aos recursos externos através da Resolução nº 63. Esse contexto desencadeou um movimento de concentração bancária e “deu lugar à formação de conglomerados financeiros que reuniam, sob o comando de um banco comercial ou de investimento, os diversos tipos de novas instituições financeiras regulamentadas”. (HERMANN, 2003, p.246-7)

Quanto às razões para o fracasso especificamente da formação de um mercado de capitais domésticos, Hermann (1998) ressalta:

- 1) A alta liquidez internacional no período de 1964-73 levou as empresas brasileiras a optarem por captação de recursos através dos empréstimos externos.
- 2) A poupança compulsória formada pelo governo possuía destino específico (construção civil, por exemplo) e não era intermediada pelo mercado de capitais.

- 3) Não houve uma mudança no comportamento por parte dos agentes do mercado de forma que as instituições criadas para desenvolver o mercado de capitais (bancos de investimento, corretoras e distribuidoras) continuaram voltadas para movimentos de curto prazo com ações, operações de *open-market* e repasses de captações externas.
- 4) A relutância dos empresários à abertura de capital de suas empresas e a inexistência de um aparato regulatório que protegesse o acionista minoritário.

Cruz (1994), por outro lado, afirma que as reformas financeiras implementadas em meados dos anos 60, não devem ser consideradas propriamente como um fracasso. Se por um lado, elas não resolveram o problema da construção de canais privados de financiamento de longo prazo, por outro lado, até finais dos anos 1970, o financiamento no país não necessitava de um mercado financeiro privado interno. Na verdade, segundo o autor, elas foram muito bem sucedidas, uma vez que elas resolveram as duas questões fundamentais da época: **a necessidade de recompor as condições de financiamento do setor público**, esgotadas devido à aceleração inflacionária; e **o alargamento do crédito ao consumidor**, exigência fundamental do capital privado. “Em relação a esse ponto, não custa lembrar que a conjuntura de meados dos anos 60 mostrava setores industriais recém implantados – produtores de bens duráveis – repletos de capacidade ociosa, que exigiam uma rápida expansão de seus mercados”. (p.73)

Quanto ao papel dos bancos de investimento como financiadores de capital fixo das empresas, esse não foi cumprido simplesmente porque, criados por decreto, não havia demanda específica por parte do grande capital privado para que os bancos de investimento atuassem dessa forma. Isto justifica o fato de os bancos de investimento não terem atuado como financiadores do capital fixo sem sofrerem qualquer tipo de pressão por parte dos agentes econômicos interessados. Dessa forma, os bancos de investimento concentraram suas atividades nas operações de alta lucratividade e baixo risco.

Segundo Cruz (1994), para entender a configuração do padrão de financiamento do investimento na economia brasileira na longa fase expansiva que vai dos anos 50 até o final dos 70, é necessário, primeiramente, entender as características centrais do padrão industrial “gestado nos anos 50 e consolidado nas décadas seguintes”, no que diz respeito tanto à estrutura de mercado, como à distribuição da propriedade do capital. Isso porque essas duas variáveis acabaram por delinear os esquemas de financiamento que estiveram presentes ao longo do período.

O padrão industrial que deu suporte ao processo de industrialização ocorrido ao longo do período baseava-se numa estrutura de mercado dominada por firmas oligopólicas nos principais setores industriais. Os recursos das grandes empresas, portanto, originavam-se, fundamentalmente, de:

- os lucros retidos, possibilitados pelas barreiras à entrada, inerentes a essa estrutura de mercado,
- as relações salariais vigentes, reforçados pelos mecanismos redistributivos derivados da inflação e da ação governamental.

Assim, as condições de formação de preços industriais permitiram, ao longo do período, margens expressivas de poupanças internas. “São eloqüentes, a respeito, os resultados da pesquisa que indicam um *mark up* médio na indústria de transformação brasileira, ao longo da década de setenta, muito superior àquele verificado numa média da indústria dos países do capitalismo central”. (CRUZ, 1994, p.66)

No que diz respeito à propriedade do capital, ao longo do processo de industrialização pesada, houve uma clara divisão de atribuições entre empresas estrangeiras, públicas e nacionais. As empresas de capital estrangeiro e as empresas estatais assumiram papel essencial desde o início da industrialização pesada. Os setores industriais mais dinâmicos foram dominados pelas grandes empresas estrangeiras, cabendo às empresas estatais aquelas atividades nos setores que demandavam elevado capital por unidade de produto e naqueles setores de longo

período de maturação dos investimentos. Dessa forma, as empresas públicas desempenharam o papel complementar de suprir os serviços de infra-estrutura e produzir bens intermediários de uso generalizado. Quanto às empresas de capital nacional ao longo da fase de industrialização pesada, elas buscaram formas de convivência com o grande capital internacional no interior da indústria de transformação, ao mesmo tempo em que buscou “reservas de espaços exclusivos de valorização em outras órbitas, tais como, setor bancário, engenharia de projetos, construção civil, etc.”. (CRUZ, 1994, p.67)

Foi dentro desse padrão industrial que formas específicas de financiamento foram se configurando e se consolidando ao longo do período.

No que diz respeito às grandes empresas privadas, principalmente as de capital estrangeiro, a questão do financiamento aos investimentos foi resolvida com grande autonomia em relação ao sistema financeiro interno. Essas empresas recorriam ao autofinanciamento para a ampliação de sua capacidade produtiva. Além disso, os recursos externos representavam uma fonte complementar significativa para as empresas de capital estrangeiro. A fim de implementar seus programas de investimento, tais empresas dispuseram de recursos na forma de capital de risco, de financiamento às importações e de empréstimos em moeda. Além disso, deve-se ressaltar que, mediante a necessidade de se evitar o estrangulamento cambial, as autoridades governamentais concederam uma série de estímulos ao ingresso e à lucratividade dos capitais externos.

No que diz respeito às empresas públicas, dado o seu papel na divisão de atribuições por propriedade de capital, elas raramente puderam praticar políticas de preços e tarifas capazes de proporcionar elevadas margens de autofinanciamento. Essas empresas necessitavam do apoio de fontes externas de financiamento. Assim, empresas e autarquias públicas recorreram maciçamente a operações de crédito externo, contraindo empréstimos junto a bancos internacionais privados<sup>17</sup>, “arranjo

---

<sup>17</sup> Sobre esse assunto ver: CRUZ (1984).

que provocou desdobramentos importantes quando da crise na virada da dívida”. (CRUZ, 1994 p.72)

As grandes empresas de capital nacional, por sua vez, com acesso restrito ao capital externo, contavam com recursos públicos subsidiados.

Dessa forma, segundo o autor, o padrão de financiamento que se consolidou, baseado no crédito (principalmente o crédito externo) e recursos fiscais e para-fiscais, de fato não necessitava de um mercado de capitais doméstico. “A manifesta autonomia financeira das grandes empresas industriais privadas foi uma das principais responsáveis pela inibição do desenvolvimento do mercado acionário e de linhas privadas de crédito de longo prazo. Na verdade, esse elevado poder de mobilização de fundos, por parte do grande capital industrial, esteve na raiz da fracassada tentativa de articulação das órbitas produtivas e financeiras ensaiada pelo governo militar quando das reformas de 1965-67. (p.77)

Assim, segundo Cruz (1994), as reformas não foram bem-sucedidas em montar um sistema financeiro doméstico baseado no mercado de capitais e que oferecesse mecanismos de financiamento de longo prazo ao investimento produtivo simplesmente porque não havia demanda para tal por parte das grandes empresas privadas. Nas palavras de Cruz (1994; p. 73):

A criação de instituições e instrumentos para o financiamento do capital fixo das empresas não se impunha, naquele contexto, como um requisito de primeira ordem. De um lado, atuavam razões conjunturais, uma vez que a generalização da capacidade ociosa não planejada, que se seguiu ao *boom* de inversões nos anos 50 e à crise no início dos 70, inibia o investimento em capital fixo. De outro lado, e aqui a razão de fundo, à medida que era cancelado o padrão industrial anterior, reproduziam-se formas de financiamento que, no limite, prescindiam de um mercado de capital doméstico.

Para Cruz (1994), esse modelo de financiamento, contudo, vai se exaurindo e se encerra definitivamente nos anos 80. A crise da dívida externa no início dos anos 80 interrompe os fluxos de capitais externos voluntários para o país. O impacto da interrupção dos fluxos voluntários de empréstimos externos ocorreu principalmente

sobre o setor público brasileiro. Por um lado, as autoridades monetárias haviam, ao longo da década de 70, absorvido parcela substancial dos compromissos em moeda estrangeira assumidos pelo setor privado. Por outro lado, as empresas estatais não apenas haviam se endividado substancialmente no mercado de eurodólares a fim de financiar seus investimentos, como também, nos períodos anteriores aos choques externos, desempenharam um papel importante na administração do Balanço de Pagamentos. Obrigadas a manter a prática de tarifas e preços subsidiados, enfrentando redução dos seus recursos externos e acentuado aumento de suas despesas financeiras (dado o aumento das taxas de juros internacionais), as empresas estatais foram levadas à completa desorganização financeira, redundando numa severa restrição às suas atividades de investimento. Assim, o endividamento público interno ao longo dos anos 80 esgotou o padrão de financiamento que havia perdurado até então.

A crise da dívida, assim como as políticas econômicas adotadas no país como resposta à crise, acabaram por fazer desmontar dois pilares do modelo:

- o crédito externo, que ficou interrompido ao longo do período de 1983 a 1991, e
- a capacidade de empréstimos dos bancos públicos (principalmente o BNDES, principal banco federal de fomento do país), que foi significativamente restringida em decorrência da crise financeira do setor público.

Segundo Goldenstein (1994), a incapacidade de se conseguir montar uma estrutura de financiamento capaz de garantir a acumulação de capital no longo prazo está ligada à gênese do padrão de financiamento, na medida em que, “o padrão de financiamento é expressão da forma de organização capitalista, cuja constituição, no caso brasileiro, impossibilitou a formação de uma base financeira nacional, resultando uma carência crônica de financiamento de longo prazo e um inchaço especulativo do mercado de financiamento”. (p.94) Ainda de acordo com a autora, o processo de constituição e consolidação do padrão de financiamento está ligado ao padrão de industrialização do país, que foi ancorado na existência do tripé empresa privada nacional - internacional – estatal, todas sustentadas ou subvencionado em

grande escala pelo Estado. A capacidade de acomodação dos diferentes interesses por parte do Estado só foi “possível graças a um momento de expansão do capitalismo internacional especialmente favorável, e teve um limite claro no momento de inversão da conjuntura internacional”. (p.95) O processo de transnacionalização produtiva, ocorrido ao longo dos anos 50 e 60, e a farta liquidez internacional dos anos 70 trouxeram ao país a ilusão de que o problema de financiamento havia sido resolvido através da associação entre um Estado ‘moderno’ e a conexão internacional estabelecida até então. A reversão das condições internacionais favoráveis, no entanto, impossibilitou o Estado a continuar amortecendo os conflitos intracapitais, desencadeando uma crise e, a partir dos anos 80, o país não usufruiu de mais nenhum outro ciclo de expansão econômica duradoura.

Corrêa (1995), indo na mesma direção, ressalta que o padrão de desenvolvimento que se formou no Brasil foi baseado numa forte “solidariedade” entre Estado e capital privado, através do qual o Estado oferece condições de alta rentabilidade ao capital privado, determinando, assim, uma relação entre o Público e o Privado, de forma a consubstanciar uma lógica de privatização do Estado, segundo a qual, cabe ao Estado assumir o ônus de eventuais desajustes. É exatamente esta lógica que leva o capital privado nacional a atuar sempre de acordo com a ‘linha de menor resistência’, assumindo sempre baixo risco. Nas palavras de Corrêa (1995, p.240-1):

É esta específica relação solidária que leva a que moeda e câmbio sempre se valorizem ou desvalorizem para favorecê-los; que garante ao grande capital privado nacional uma alta lucratividade com baixo risco; que leva a que o Estado sempre assuma o ônus das perdas – especialmente quando se enfrentam mudanças bruscas nos indexadores dos contratos.

Para Corrêa (1995), a análise concreta de uma determinada estrutura de financiamento (com sua organização institucional específica) estava intimamente

ligada à análise da relação Estado X Sociedade, e, conseqüentemente, à lógica da privatização do Estado através dos seguintes elementos:

- os intermediários financeiros privados trabalhavam com grande lucratividade e baixo risco, sem assumir o alargamento de prazos,
- os bancos comerciais continuavam trabalhando essencialmente no curto prazo, com o Estado assumindo o alargamento de prazos,
- a inflação atuava como mecanismo capaz de gerar grandes ganhos especulativos,
- os intermediários financeiros públicos exerciam o papel de alargamento dos prazos “via arranjos financeiros frágeis, sem se constituir um sistema organizado de financiamento de longo prazo realmente organizado, (...) dependendo de captações compulsórias temporárias e, em alguma medida, de recursos externos” (CORRÊA, 1995, p. 235);
- o esquema de solidariedade entre capital privado e Estado leva este último a assumir o “ônus das perdas e das operações mais arriscadas, devendo ser salientado que a relação entre os intermediários financeiros públicos e privados continua não sendo de competição, mas de complementaridade” (CORRÊA, 1995, p.236).

Ressalta-se, no entanto, que embora a lógica da privatização do Estado estivesse permeando todo o processo de desenvolvimento e, conseqüentemente, de formação e consolidação da estrutura de financiamento do país, é a especificidade da inserção internacional do país, estabelecida a partir de conjunturas externas extremamente favoráveis, o aspecto basilar desse processo. Embora a inserção internacional fosse extremamente frágil, pois baseada fundamentalmente na liquidez internacional, ela teve um peso fundamental na consolidação da estrutura do financiamento, uma vez que permitiu que a fragilidade do financiamento fosse camuflada via crescimento econômico.

Em resumo, a estrutura de financiamento de longo prazo que se monta no país é efetivada, a cada período, via ‘arranjos financeiros’, mediante os esquemas de



repasses de capitais externos e também através de aportes públicos. Assim para Corrêa (1995, p.237-8):

a eterna garantia solidária do Estado (resultante de uma determinada relação Público X Privado) aliada a movimentos favoráveis do capital externo cunharam esta determinada organização institucional e levaram a que o movimento dos capitais privados nos momentos de crise fosse o de uma reestruturação patrimonial bancada pelo Estado, sem modificação na estrutura de investimento e financiamento. Mesmo quando ficava claro que o capital externo tomava outro rumo e que o Estado estava inexoravelmente quebrado, foram estes elementos que (...) permitiram a manutenção da lógica inflacionária/especulativa.

A manutenção da lógica inflacionária/especulativa foi possível, mas não se configurou uma estrutura efetiva de financiamento.

### 3.2 A REFORMA BANCÁRIA DE 1988

Em 1988, o Banco Central, através da Resolução n.1524, autorizou os bancos comerciais, bancos de investimento, companhias financeiras e sociedades de poupança e empréstimos a se tornarem bancos múltiplos (também conhecidos como bancos universais). A Reforma Financeira de 1988 buscou facilitar a emissão de cartas patentes, que passou a ser substituída pelo requerimento de capital mínimo. A reforma bancária teve, como consequência imediata, uma forte redução no número de bancos comerciais, bancos de investimento e companhias financeiras, a maioria dos quais se tornaram bancos múltiplos, instituições que foram dominando o sistema financeiro brasileiro nos anos 1990.

A Reforma apenas legalizou a situação dos bancos múltiplos, os quais, na prática, já operavam no mercado. De fato, desde os anos 1960, grande parte das instituições financeiras não monetárias haviam sido criadas pelos bancos comerciais,

de formas coligadas e acabaram formando conglomerados. Nesse sentido, a Reforma legalizou e consolidou a dominação dos bancos múltiplos na estrutura financeira do Brasil, o que implica que as estratégias adotadas por essas instituições passaram a ter uma importância crescente na configuração do modelo de financiamento industrial, inclusive devido ao seu papel de intermediação dos fundos entre investidores produtivos e institucionais.

Além disso, a Reforma também permitiu o ingresso de novos bancos ao mercado. O crescimento no número de bancos foi, no entanto, momentâneo, pois, já em 1995, o setor bancário passou por uma nova fase caracterizada por uma onda de fusões, incorporações e desaparecimento de alguns bancos (como será visto no capítulo referente ao setor bancário).

A Reforma, no entanto, não foi capaz de alterar a lógica especulativa dominante no sistema bancário, de tal forma que “vários dos novos bancos que entraram no mercado o fizeram essencialmente para funcionar como mercados de balcão e ganhar com os ganhos de *floating*”. (CORRÊA & ALMEIDA FILHO, 2001, p.8)

### 3.3 O ENFRAQUECIMENTO DO ÚLTIMO PILAR

De fato, as dificuldades de crescimento e investimento no país, ao longo dos anos 1980 e 1990, refletem tanto a crise desse modelo de financiamento como as incertezas geradas dentro de um ambiente macroeconômico marcado por forte instabilidade. A situação se torna ainda mais perversa para o investimento quando, nos anos 90, o último pilar do tripé do modelo de financiamento, o autofinanciamento, também começa a sofrer sérias restrições.

Durante os anos 1980, num contexto de alta inflação, racionamento do crédito externo e retração do produto industrial, as grandes empresas no Brasil foram capazes de preservar sua margem de rentabilidade através da combinação de elevados *mark ups* com intensa redução do uso de fundos de terceiros no seu esquema de financiamento, de forma a ampliar a sua margem de autofinanciamento (o que será visto mais adiante). A tendência em direção à redução do grau de endividamento ao longo dos anos 1980, levou as grandes empresas privadas a um processo de reestruturação financeira.

A abertura comercial, do início dos anos 1990, reduziu o espaço para que as empresas pudessem praticar elevados *mark ups*. As empresas brasileiras deixaram de ser *price takers* e se tornaram *price makers*, sendo obrigadas a aceitar o preço do mercado internacional. Dessa forma, o volume do lucro retido para o autofinanciamento foi bastante reduzido, levando as empresas a buscarem formas alternativas de financiamento aos investimentos.

Concluindo, dado o completo esgotamento do modelo de financiamento do crescimento que perdurou no país até o início dos anos 1990, a retomada do crescimento implica encontrar caminhos alternativos para o financiamento. Ao mesmo tempo, a década de 1990 assistiu a mudanças significativas no contexto financeiro internacional. É exatamente dentro deste contexto, que a reintegração do

país ao sistema financeiro internacional, através da abertura financeira, poderia consolidar canais alternativos de financiamento.

No capítulo seguinte, apresentam-se as principais mudanças ocorridas no contexto internacional, assim como os caminhos tomados pelo governo brasileiro na direção da inclusão do país nesse novo contexto internacional.

#### **4 A ABERTURA FINANCEIRA E A INSERÇÃO DO BRASIL NO NOVO CONTEXTO FINANCEIRO INTERNACIONAL**

Durante toda a década de 80, em função da crise da dívida externa, os países endividados da América Latina estiveram praticamente excluídos do circuito financeiro internacional, só retornando a partir do final dos anos 80, quando capitais privados externos voltaram a fluir em escala significativa para a América Latina. De fato, “a afluência líquida de capitais para a América Latina, que chegara a algo próximo a 6% do seu PIB em 1981 - reduzira-se a algo próximo a 0% entre 1983 e 1990 - voltou a ser 4% em 1991 e 6% do seu PIB total em 1993 e 1994”. (FIORI, 1995, p.17-18)

A abertura do país aos movimentos internacionais de capital trouxe, contudo, um aumento dos riscos de instabilidade macroeconômica dentro do país, com elevado aumento da fragilidade financeira externa.

O Brasil também se inseriu dentro desse novo contexto financeiro internacional. O Plano Real significou não apenas a implementação de um plano de estabilização, mas também a aceitação de um modelo de crescimento baseado no novo padrão de inserção internacional. A seção seguinte aborda a questão de como a instabilidade do sistema financeiro internacional, ao longo dos anos 1970, deu origem às transformações que configuram o atual sistema e como essas transformações permitiram o retorno dos fluxos de capitais externos aos países endividados. A seção 2 destaca a importância do aumento das taxas de juros internas e da abertura financeira como forma de atrair o capital externo ao Brasil, na década de 90. Além disso, discute-se o novo projeto de crescimento por trás da reinserção do país no mercado financeiro internacional. Na seção 3, faz-se uma análise das diferentes modalidades de capital externo que retorna ao país a partir da sua inserção na nova dinâmica financeira internacional. Finalmente, discute-se a fragilidade financeira gerada pela implementação do Plano Real.

## 4.1 O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL <sup>18</sup>

### 4.1.1 A instabilidade do sistema financeiro internacional

As transformações ocorridas no sistema financeiro internacional ao longo da década de 80 devem ser entendidas como respostas à instabilidade dos mercados financeiros que predominou na década de 70. A análise desse período de instabilidade, por sua vez, remete-nos à análise dos rumos da política macroeconômica norte-americana, considerando a estreita ligação existente entre a política econômica dos Estados Unidos e a dinâmica financeira internacional.

A configuração do sistema financeiro internacional encontra-se, a partir do Acordo de Bretton Woods, intimamente ligada aos rumos da política macroeconômica norte-americana, uma vez que foi através dele que o dólar sancionou sua posição hegemônica dentro do sistema monetário internacional como moeda de reserva internacional. Dessa forma, as transformações ocorridas no sistema financeiro internacional estão fundamentalmente ligadas à política econômica dos EUA.

No final dos anos 1970, temendo que o dólar perdesse seu papel de moeda reserva internacional, o governo norte-americano adotou uma política monetária contracionista, com o objetivo de manter o dólar como principal moeda de circulação internacional. Além disso, ao forçar o financiamento do Tesouro através da colocação de títulos, sustentou taxas de juros elevadas.

A subida acelerada dos juros norte-americanos gerou uma drástica redução da liquidez internacional, levando toda a economia mundial a enfrentar um período de profunda recessão (1981-82). O contexto recessivo afetou pesadamente os agentes produtivos que haviam se endividado junto aos bancos privados ao longo da década de 1970, tanto nos países industrializados, especialmente nos EUA, como nos países em desenvolvimento. O impacto negativo sobre estes agentes, por sua

---

<sup>18</sup>

Parte desta seção já foi publicada em ARIENTI (1999).

vez, fragilizou o sistema financeiro mundial. A fragilização financeira afetou especialmente os grandes bancos comerciais norte-americanos, que haviam sido os mais ativos na intermediação financeira nos anos 1970.

A política de elevação da taxa de juros nos Estados Unidos levou a uma ruptura no padrão de financiamento corrente dos países em desenvolvimento e dos setores fragilizados. Essa ruptura, associada ao encarecimento dos recursos e à deterioração significativa das relações de troca, determinou profundas crises cambiais nos países em desenvolvimento, culminando com a moratória mexicana de 1982.

A escalada das taxas de juros norte-americana e a crise da dívida externa evidenciavam a fragilidade a que estavam expostos os bancos comerciais internacionais. Diante da ameaça de uma possível crise sistêmica, procurou-se fortalecer a posição dos bancos. Desta forma, o sistema bancário elevou os *spreads* com o objetivo de fazer frente ao crescente risco enquanto que os bancos centrais dos países industrializados, especialmente depois de 1982, tornaram-se mais exigentes em termos de capitalização e reservas de contingências dos bancos. Se por um lado, esta política era necessária para enfrentar a extrema fragilidade dos bancos internacionais, por outro elevou o custo dos recursos obtidos junto ao sistema bancário, o que acirrou a concorrência entre instituições bancárias e não bancárias na captura dos tomadores de empréstimos de primeira linha.

Ao longo desse processo, a distinção entre as instituições financeiras foi diminuindo cada vez mais, com vantagens para as instituições não-bancárias, que tinham seus ativos menos comprometidos, além de menores restrições, o que implicava menores custos.

A rígida política monetária implementada pelos EUA intensificou as flutuações das taxas de câmbio e de juros, causando um grau de instabilidade até então desconhecido nos mercados financeiros. Nas palavras de Belluzzo (1995, p.16):

Durante os anos 80, a economia mundial foi afetada por flutuações amplas nas taxas de câmbio das moedas que comandam as três zonas monetárias (dólar, iene e marco). Estas flutuações nas taxas de câmbio foram acompanhadas por uma extrema volatilidade das taxas de juros. Na verdade, as flutuações das taxas de câmbio, supostamente destinadas a corrigir desequilíbrios do balanço de pagamentos e dar maior autonomia às políticas domésticas, foram desestabilizadoras. Isto porque a crescente mobilidade dos capitais de curto prazo obrigou a seguidas intervenções na política monetária, determinando oscilações entre taxas de juros das diversas moedas e criando severas restrições à ação política fiscal.

Diante do impacto negativo que a política restritiva norte-americana exerceu no sistema financeiro como um todo, e diante da ameaça de um elevado risco sistêmico, o governo norte-americano, a partir do final de 1982, começou a adotar uma trajetória expansionista, ancorada nos dois grandes déficits norte-americanos: o crescimento da dívida pública, crescentemente financiada por capitais externos, e o déficit na balança de transações correntes, financiado através da entrada líquida de capitais externos.

Uma vez que o peso da dívida pública se tornava crescente, o Tesouro americano não pôde mais contar exclusivamente com os investidores nacionais para adquirir os títulos públicos nacionais, apelando, então, aos investidores internacionais, em particular aos investidores institucionais. “Isso significa que os Estados Unidos passaram a apelar aos investidores estrangeiros para cobrir uma necessidade de financiamento exterior causada pelo aumento do déficit orçamentário”. (PLIHON, 1996, p.95)

Num contexto de elevação da taxa de juros e da valorização do dólar (1980-1985), a dívida interna americana passou a ser absorvida por investidores estrangeiros nos *portfólios* dos bancos e investidores institucionais internacionais. A adoção dessa estratégia converteu os Estados Unidos no principal devedor internacional a partir de 1986.

O financiamento do duplo déficit norte-americano com influxo de capitais externos não apenas transformou os EUA de nação credora a nação devedora, como também ampliou significativamente os movimentos de capitais e o volume



de transações nos mercados cambiais globalmente integrados. Além do significativo aumento na liquidez internacional, o endividamento substancial dos Estados Unidos, associado à crise da dívida externa, mudou abruptamente o modelo de fluxos internacionais de capitais. Dessa forma, ocorreu um sensível aumento do fluxo líquido de capitais em direção aos países centrais, em detrimento de uma significativa redução da participação dos países em desenvolvimento no mercado de crédito internacional.

Em suma, a dinâmica financeira que se configurou ao longo da década de 1980 está intimamente associada à política macroeconômica implementada nos Estados Unidos, tanto na fase recessiva (1981-1982), que desencadeou a crise geral de endividamento e teve consequências sérias para os mercados financeiros, como no subsequente ciclo expansivo (1984-1990) que, amplamente financiado por capitais externos, tornou a economia norte-americana o principal pólo absorvedor de capitais. Este contexto de instabilidade financeira, causada pela crise do sistema de crédito internacional (dívida externa) e pelas respostas dos Estados Unidos ao enfraquecimento do papel do dólar, criou as condições para as transformações na dinâmica do sistema financeiro internacional.

#### 4.1.2 As transformações do sistema financeiro internacional na década de 80

Na década de 1980, a dinâmica do sistema financeiro internacional sofreu transformações significativas. A **desregulamentação**, a **securitização** e a presença dos **investidores institucionais** fizeram com que a atual dinâmica desse sistema em nada se assemelhe com a de períodos anteriores.

A **desregulamentação** do movimento internacional de capitais desempenhou um papel fundamental na nova configuração do sistema financeiro internacional ao possibilitar a maior mobilidade dos fluxos de capital entre os diversos países e facilitar o acesso e a integração entre os sistemas financeiros dos países centrais. O processo de liberalização financeira constituiu-se, principalmente, da eliminação

dos controles sobre movimentos de capitais entre fronteiras e dos limites máximos sobre taxas de juros ativas e passivas, ampliando, dessa forma, a mobilidade internacional do capital.

Segundo Lima (1997), as mudanças regulatórias que ocorreram nos mercados financeiros dos países desenvolvidos, conhecidas pelo termo de desregulamentação, representaram mais propriamente uma nova regulamentação, ou uma re-regulamentação desses mercados. Embora estas mudanças tenham começado na Grã-Bretanha e nos Estados Unidos na década de 1970, durante a década de 1980 foram intensificadas e reforçadas, por processos semelhantes de desregulamentação nos principais mercados financeiros de outras economias desenvolvidas, inclusive o Japão.

Várias são as causas que desencadearam as mudanças institucionais nesses mercados. Entre elas cabe destacar a crise da dívida externa e a conseqüente deterioração da lucratividade dos bancos comerciais dos países mais desenvolvidos, o progresso tecnológico que facilitou a integração entre os diversos sistemas financeiros nacionais, o surgimento das inovações financeiras e o aumento da volatilidade das taxas de juros americanas (LIMA, 1997, p.21).

De modo geral, o processo de desregulamentação financeira acarretou também o desenvolvimento acelerado das instituições financeiras não bancárias e, como contrapartida, uma queda de importância relativa dos bancos comerciais, levando-os a abandonar progressivamente suas funções tradicionais de captação e empréstimo; este fato não pode ser dissociado de outro, que ocorreu paralelo, no qual se acentuou o aumento da participação dos conceitos ampliados de oferta monetária (M3 e M4) em detrimento do M1 (TEIXEIRA, 1993). Foi neste contexto que os fluxos financeiros de curto prazo expandiram-se consideravelmente, em detrimento do empréstimo de mais longo prazo fornecido pelos bancos internacionais na década de 1970.

A desregulamentação financeira proporcionou, por um lado, uma maior mobilidade do capital, representando um fator fundamental para a extraordinária

expansão do processo de internacionalização do capital financeiro. Por outro lado, a partir desta generalizada liberalização entre os países desenvolvidos, os mercados de câmbio tornaram-se altamente especulativos, devido ao conseqüente aumento da volatilidade das taxas de juros.

Uma das mais notáveis transformações ocorridas no sistema financeiro internacional durante, a década de 80, foi a **securitização**. A securitização caracteriza-se pela captação direta de recursos por parte dos investidores produtivos, através da colocação de papéis próprios. A formação do mercado de securitização está intimamente relacionado à ampliação dos dois déficits - orçamentário e comercial - dos Estados Unidos, durante a década de 1980, uma vez que o déficit comercial americano é financiado através da colocação de títulos do Tesouro no mercado internacional. Segundo Belluzzo (1995, p.16):

Na prática, a ampliação dos mercados de dívida pública constituíram a base sobre a qual se assentou o desenvolvimento do processo de securitização. Isto não apenas porque cresceu a participação dos títulos americanos na formação da riqueza financeira demandada pelos agentes privados americanos e de outros países, mas também porque os papéis do governo dos Estados Unidos são os produtos mais nobres e seguros dos mercados integrados.

A persistência dos déficits públicos, não apenas nos Estados Unidos mas também em alguns países mais desenvolvidos, financiados através de títulos de alta liquidez e baixo risco, ao oferecerem o lastro para a alavancagem das transações neste mercado, formaram a base fundamental para a formação do mercado de securitização.

A ampliação e a consolidação do mercado de securitização, no entanto, começou a assumir importância maior através da emissão de títulos como forma de captação de recursos por parte dos agentes privados, o que ocorreu devido à retomada dos investimentos produtivos nos países centrais em meados dos anos

1980, assim como a crise dos créditos sindicalizados outorgados<sup>19</sup> aos países em desenvolvimento nos anos 1970, causada pela crise da dívida externa.

A retomada dos investimentos por parte das grandes empresas, num contexto de elevado encarecimento do crédito bancário, estimulou o processo de desintermediação financeira, fator fundamental para a proliferação da alavancagem de crédito através de papéis emitidos pelas próprias empresas. Baer (1993) define desintermediação financeira como sendo a contraposição à intermediação financeira, onde a troca de recursos entre agentes superavitários e deficitários se dá através de um contato direto entre eles. Nesse caso, qualquer intervenção de um agente financeiro se restringe à simples gestão da operação, não envolvendo a estrutura ativa/passiva da instituição financeira. Quanto maior o porte da empresa e mais elevado o custo da intermediação bancária, maior o incentivo para os tomadores de recursos a apropriarem-se desta margem financeira. A consolidação do mercado de securitização tem lugar exatamente a partir de 1983-1984, quando ocorre a retomada do crescimento nos países desenvolvidos. “No período 1984-1986 a colocação líquida de títulos neste mercado foi praticamente equivalente ao fluxo de empréstimos bancários, sendo que em 1985, chegou até a superá-lo em 28 bilhões de dólares”. (BAER, 1990, p.48)<sup>20</sup>

A emissão de títulos, tanto públicos, com o objetivo de financiar o déficit público, como privados, emitidos por parte das grandes empresas que procuram recursos no mercado financeiro internacional a um custo mais baixo do que nos mercados de capitais domésticos, terminou por substituir os empréstimos bancários, determinando a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em

---

<sup>19</sup> Uma prática financeira introduzida pelo mercado de eurodólares foi a do **sindicato dos bancos**, uma reunião de bancos, sob a liderança de alguns poucos (normalmente dois ou três), que somam seus esforços para prover um grande empréstimo.

<sup>20</sup> Neste processo, não se pode menosprezar o papel das grandes empresas norte-americanas. Dado que o sistema financeiro dos EUA foi o mais fragilizado pela crise, o incentivo para captação direta de recursos pelas grandes empresas deste país foi maior. Além disso, como o mercado de capitais norte-americano tende a ser o mais dinâmico, do ponto de vista das inovações, a captação de recursos no exterior por estas empresas também contribuiu significativamente para acelerar o processo de inovação nos outros mercados (BAER, 1993).

substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos (BELLUZZO, 1995). Essa crescente substituição dos empréstimos bancários pelos títulos negociáveis de emissão direta do tomador (*bonus* e outras *securities*), nos fluxos internacionais de crédito, representa uma das principais transformações do sistema financeiro internacional nos anos 1980.

O processo de securitização também possibilitou que os bancos internacionais se reestruturassem após a crise provocada pelo endividamento dos países em desenvolvimento. Desta forma, um dos aspectos mais originais no processo de securitização é a expressiva participação dos bancos comerciais na aquisição, emissão, bem como na subscrição dos títulos de dívida direta. Ao procurarem novas fontes de receitas, os bancos transformaram-se em administradores, responsáveis pela colocação de títulos de empresas, por fusões e incorporações. Enfim, foram deixando de exercer as suas funções típicas para se transformarem em bancos de negócios, concorrendo com as demais instituições financeiras pelos fundos, sem perderem sua prerrogativa de criadores de moeda de crédito. Além disso, o processo de securitização possibilitou aos bancos melhorarem seus ativos, ao transformar em títulos negociáveis os ativos “podres” que carregavam, como por exemplo, a dívida do Terceiro Mundo. (BAER, 1990).<sup>21</sup>

Sob um sistema de paridades cambiais flutuantes, com a ausência de uma moeda internacional confiável, associado a uma elevada mobilidade dos capitais financeiros, a instabilidade torna-se inevitável e permanente. É dentro deste cenário de incerteza que o mercado securitizado desenvolve um intenso processo de **criação de novos produtos financeiros**, os quais buscam proteger as aplicações contra a inflação e a grande variabilidade das taxas de juros e de câmbio. Assim, expandem-se dentro do mercado securitizado mecanismos de prevenção contra o risco de

---

<sup>21</sup> Essa estratégia de redução da dívida dos países em desenvolvimento baseava-se em três mecanismos: a) compra da dívida antiga com desconto, b) conversão de crédito em participação acionária e, c) conversão da dívida em títulos. No entanto, uma parcela significativa da dívida tem sido convertida em *discount bonds*, o que significa a conversão em títulos com um desconto negociado sobre o valor da dívida e taxas de juros de mercado.

preços, ou seja, as operações no mercado de derivativos: operações a termos, a futuros, *swaps*, e opções. No entanto, se por um lado, a proteção oferecida por este mercado permite que seus agentes atuantes se defendam dos riscos comerciais e macroeconômicos através do mecanismo de *hedge* (que se constitui numa proteção/seguro em relação às oscilações de valores), por outro lado, o próprio mecanismo de *hedge*, ao aumentar a segurança do aplicador, também facilita o processo especulativo, ampliando a volatilidade dos mercados de ativos. Coutinho (1996, p.222-223) observa que:

a grande magnitude das transações cambiais secundárias e o rápido desenvolvimento das técnicas de *hedge* ou de derivativos estão associados à grande volatilidade das taxas de câmbio, dentro do regime de taxas flutuantes ou de flutuação administrada que prevalece no sistema internacional desde meados dos anos 70. O crescimento dos derivativos foi, inicialmente, uma tentativa de neutralização dessa volatilidade, mas à medida em que esta prática generalizou-se e seu volume tornou-se significativo, estas operações passaram a contribuir, elas mesmas, para instabilizar as paridades.

Assim, o pleno desenvolvimento da securitização só foi possível pelo desenvolvimento paralelo dos mercados e mecanismos de proteção de riscos contra a variação de preços dos ativos em diferentes moedas. Pode-se concluir que é precisamente a estreita relação entre a securitização com a ampla disponibilidade de mecanismos de transferência de risco que imprime atualmente a dinâmica aos mercados financeiros, que se caracterizam por uma extrema flexibilidade em termos de taxas de remuneração, prazos e moedas, gerando, em contrapartida, um aumento do processo especulativo.

Finalmente, cabe ressaltar que a securitização e o desenvolvimento dos mecanismos de transferência de risco foram mudanças condizentes não somente com as necessidades dos captadores de recursos e dos próprios agentes financeiros, mas também com a alteração no comportamento dos poupadores. Diante da perda de credibilidade dos bancos, os detentores de poupança deslocaram-se para os mercados de títulos, sobretudo para aqueles com mercados secundários organizados,

e para os sistemas de poupança programada: fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras, etc... Com isso, assiste-se ao crescimento dos chamados investidores institucionais.

Os **investidores institucionais** procuraram diversificar seus ativos, principalmente através da compra de bônus emitidos no exterior. Assim, durante a década de 1980 ocorreu um aumento generalizado da participação de investidores estrangeiros nos mercados cambiais, sendo particularmente expressiva nos mercados de títulos públicos de elevada liquidez (COUTINHO, 1996). De fato, Bello, (1995, p.86) observa que:

na década de 80, a circulação do capital internacional registrou uma mudança estrutural, através do aumento da participação das entidades financeiras não-bancárias - como fundo de pensão, as companhias de seguros e os fundos de inversão - no financiamento dos desequilíbrios globais, especialmente os déficits internos e externos dos Estados Unidos.

Paralelamente a essa diversificação dos *portfólios* dos fundos de pensão e companhias de seguro, a participação desses investidores institucionais nos sistemas e mercados de capitais cresceu significativamente em todos os países que, por sua vez, passaram a reter parcela significativa dos ativos externos. Assim, a magnitude dos recursos administrados por esses fundos tem o potencial de modificar substancialmente os sistemas financeiros de diversos países.

#### 4.1.3 O novo contexto internacional e os impactos nos modelos de financiamento

A nova configuração do sistema financeiro internacional vem alterar drasticamente as estruturas existentes nos sistemas financeiros domésticos em várias economias maduras, tornando obsoletos os dois modelos estruturais de financiamento adotados pelos países industrializados (mercado de capitais e crédito bancário), na sua forma pura. Por um lado, as pressões competitivas e as inovações

tecnológicas estão ameaçando a estrutura de segmentação tão características dos arranjos financeiros baseados nos mercados de capitais. Por outro lado, os sistemas de banco universal, baseados nas relações de crédito, têm sido ameaçados pelo surgimento de novos produtos financeiros e a consolidação da securitização (CARVALHO, 1998). Nesse sentido, o que se tem observado em países com sistemas baseados nos mercados de capitais, como nos EUA “é a erosão da segmentação de mercado, permitindo a disseminação de formas institucionais próximas em natureza do banco universal, capaz em tese de oferecer aos clientes pacotes variados de produtos financeiros”. (CARVALHO, 1998, p.88) Já no que diz respeito ao sistema dos bancos universais alemães, Carvalho (1998, p. 89) ressalta que:

não têm sido capazes de mudar suas estruturas para oferecer aos seus clientes a diversidade de serviços que se encontra naqueles dois países. Para evitar a perda de parcela de mercado na arena globalizada, os bancos universais têm de desenvolver a capacidade de operação em mercados altamente sofisticados e complexos como os de derivativos. A onda de aquisições de bancos de investimento britânicos por parte de grupos alemães e suíços mostra como estes últimos estão alertas para a necessidade de preparação para a competição em um único mercado financeiro mundial.

As novas tendências financeiras internacionais, portanto, ao derrubarem as barreiras entre mercados e atividades financeiras, estão forçando as instituições financeiras dos diversos países a se tornarem mais diversificadas e ágeis. O impacto institucional causado por esse novo contexto financeiro internacional sobre a estrutura de financiamento destes países ocorre com tal intensidade que tem levado alguns autores a identificar uma tendência de convergência a um modelo de financiamento comum. Nas palavras de Carvalho (1998, p.86),

a tendência à globalização mais intensa (...) tem sido um poderoso fator de mudança estrutural rumo à convergência estrutural, inaugurando um sistema financeiro organizado em torno de grandes conglomerados, capazes de operar como bancos comerciais e de investimento, em



mercados cada vez mais sofisticados e diversificados em termos de produtos.

Do ponto de vista deste trabalho, acredita-se que talvez seja muito precipitado falar sobre convergência, mas certamente as transformações ocorridas no sistema financeiro internacional apontam para o crescimento e a consolidação do mercado de capitais como padrão de financiamento internacional.

No caso dos países menos desenvolvidos, atualmente conhecidos como “mercados emergentes”, a integração ao sistema financeiro internacional também produziu profundos impactos, tanto no que diz respeito a aumento de recursos como aos impactos no sistema financeiro doméstico.

Nos anos 1990, o retorno dos fluxos de capitais externos aos países da América Latina permite a reinserção desses países ao sistema financeiro internacional. Assim, pode-se dizer que a abertura financeira permitiu a “integração” dos países da América Latina ao novo contexto financeiro internacional.

No caso do Brasil, após um longo período de escassez, durante o qual o país esteve excluído do circuito financeiro internacional, o Brasil volta a se inserir no sistema financeiro internacional no início da década de 1990, através da abertura financeira. Na prática, a reinserção do Brasil ao sistema financeiro internacional implicou na integração entre um sistema financeiro doméstico de crédito bancário (em fase de esgotamento) a um sistema financeiro internacional, baseado no mercado de capitais.

## 4.2. A ABERTURA FINANCEIRA NO BRASIL

### 4.2.1 Os condicionantes internos

O impulso inicial para o retorno voluntário dos capitais privados aos países latino-americanos, a partir do início da década de 1990, relaciona-se à dinâmica macroeconômica dos países centrais. A reversão dos fluxos de capitais em direção aos países em desenvolvimento iniciou-se a partir da redução das alternativas rentáveis disponíveis nos países desenvolvidos. De fato, a existência de um ciclo recessivo no período de 1990/1993, associado à ausência de pressões inflacionárias e a um elevado nível de desemprego na maior parte dos países desenvolvidos, colocou a taxa de juros, principalmente nos Estados Unidos, em patamares tão reduzidos que obrigaram os agentes detentores de recursos líquidos a buscarem melhores alternativas nos chamados “mercados emergentes”. Segundo Meyer (1993, p.41),

em 1989, a LIBOR média (seis meses) para aplicações em dólares estava em 9,3% ao ano, no primeiro semestre de 1993, havia caído para 3,5% ao ano. Essa redução na taxa de juros não só tornou menos atrativas as aplicações em dólares norte-americanos, *vis-à-vis* as elevadas taxas de juros praticadas por países latino-americanos, como também melhorou sensivelmente os indicadores de solvência destes países.

Além disso, a existência de taxas de juros de curto prazo negativas, combinada com a expansão do crédito norte-americana e japonesa, alimentou uma conjuntura de excesso de liquidez mundial no pós-1990.

O retorno voluntário dos capitais privados aos países latino-americanos, no entanto, não está relacionado apenas à dinâmica macroeconômica dos países desenvolvidos e do sistema financeiro internacional. É verdade que o contexto internacional, caracterizado por uma situação de sobrelíquidez associada à elevada mobilidade de capital em busca de aplicações mais rentáveis que as oferecidas pelos

países mais desenvolvidos, já favorecia extremamente o movimento de retorno dos fluxos de capitais privados em direção aos países em desenvolvimento. Contudo, os países em desenvolvimento tornaram-se “mercados emergentes” apenas após adotar reformas internas que os transformaram em alternativas mais rentáveis ao capital financeiro internacional, assim como também passaram a oferecer as garantias necessárias à livre entrada e saída de capitais estrangeiros<sup>22</sup>.

No caso do Brasil, não resta dúvida de que, embora tanto a dinâmica dos países desenvolvidos como a do sistema financeiro internacional proporcionaram incentivo fundamental ao retorno dos fluxos externos ao país, esse retorno só se concretizou quando as mudanças ocorridas dentro do país passaram a exercer seu papel como fonte de atração desses capitais, tais como o aumento da taxa de juros interna e a liberalização da conta de capital.

De fato, o impulso decisivo para o ingresso de recursos privados ao Brasil aconteceu após outubro de 1991, com a desvalorização de 14,14% do cruzado novo e a subida brutal da taxa de juros interna.<sup>23</sup>

Além da elevação da taxa de juros interna, a abertura da conta de capital foi, sem dúvida alguma, o outro fator importante para o significativo crescimento do lançamento de títulos denominados em moedas estrangeiras por parte das empresas brasileiras, assim como para a expansão, igualmente extraordinária da entrada de investidores internacionais no mercado de capitais brasileiro. Pode-se dizer que foi a partir da abertura financeira que se criou no país um arcabouço jurídico o qual permitiu sua inserção dentro da nova dinâmica do circuito financeiro internacional.

---

<sup>22</sup> Faz-se importante ressaltar que as “as reformas” aqui mencionadas não dizem respeito aquelas que supostamente melhorariam os “fundamentos” dessas economias, como preconizam os adeptos do neoliberalismo. A favor desse argumento pesa a constatação que os fluxos de capitais externos voltam ao país no ano de 1991, período no qual, politicamente, o país enfrentava sérias incertezas devido ao *impeachment* do presidente Collor, e a economia estava contaminada pelos desvios decorrentes de um longo período de elevada inflação.

<sup>23</sup> O objetivo dessas duas medidas era espantar uma potencial crise cambial, pois, mesmo com a acumulação expressiva de atrasados, as reservas internacionais no conceito de caixa ameaçavam cair para um nível abaixo do patamar mínimo exigido por resolução do Senado Federal. Além disso, a elevação das taxas de juros internas, diante de dificuldades de se realizar o ajuste fiscal, objetivava também conter a elevação dos preços domésticos.

Desta forma, as mudanças institucionais que tratam do capital estrangeiro no Brasil devem ser entendidas como inseridas num contexto mundial de tendência à desregulamentação financeira objetivando garantir maior mobilidade ao capital internacional.

A decisão por parte do governo brasileiro de adotar uma política de elevação da taxa de juros interna e de abertura financeira foi, dessa forma, uma medida condizente com o objetivo de atrair os recursos disponíveis dentro dessa nova dinâmica internacional.

#### 4.2.2 O desenho do modelo econômico que definiu o retorno do Brasil ao sistema financeiro internacional<sup>24</sup>

O Brasil, assim como os demais países latino-americanos, passou a enfrentar, desde a segunda metade dos anos 80, uma pressão crescente por parte dos organismos multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, para a liberalização de seus sistemas financeiros domésticos e para o aumento da mobilidade de capitais.

Ao longo da década de 1990, o país foi progressivamente adotando as recomendações de política econômica de cunho neoliberal, incluindo a abertura financeira e comercial, a privatização e o uso ativo das políticas de câmbio e juros visando a estimular a entrada de capitais externos, que juntamente com o acordo da dívida externa, sinalizavam aos investidores internacionais o engajamento completo do país às recomendações de política econômica sugeridas pela comunidade financeira internacional<sup>25</sup>.

A comunidade financeira internacional e os adeptos do *mainstream* econômico argumentavam que, ao adotar essas medidas, o país estaria abrindo caminho para uma nova trajetória de crescimento, sustentado por um forte fluxo de

---

<sup>24</sup> Parte desta seção já foi publicada em ARIENTI & CAMPOS (2003).

<sup>25</sup> A adesão ao Plano Brady também teve uma influência importante.

capital externo, o qual seria capaz de superar os constrangimentos impostos pelo modelo de substituição de importações, uma vez que esse modelo já se encontrava exaurido.

Esses argumentos eram defendidos também internamente. Gustavo Franco, que foi Presidente do Banco Central do Brasil, entre 1995 e 1999, argumentava que os problemas econômicos brasileiros, enfrentados ao longo da década de 1980, estavam ligados não apenas à instabilidade macroeconômica interna, mas também à continuidade de um modelo de crescimento (substituição de importações) não adequado às novas tendências internacionais, o que implicava na adoção de políticas industriais e comerciais inconsistentes com o novo contexto internacional. O cenário de pouco dinamismo da economia brasileira só poderia ser revertido, portanto, com uma mudança estrutural nos padrões do desenvolvimento econômico brasileiro, onde a abertura (tanto comercial como financeira) seria a base para a construção de um novo modelo de crescimento (FRANCO, 1998).

De acordo com essa argumentação, a abertura comercial afetaria principalmente os produtos *tradeables*, reduzindo seus preços. A redução de preços teria um impacto muito positivo sobre o controle da inflação, o que estimularia o investimento privado. Como contrapartida, contudo, poderia ocorrer, no curto prazo, o crescimento das importações e do déficit comercial. Esse impacto inicial sobre as importações, porém, seria compensado, num médio prazo, pela tendência de crescimento das exportações devido à redução do custo dos insumos (AMADEO, 1998).

A abertura comercial desempenharia ainda um outro papel fundamental. Durante o processo de substituição de importações, a prioridade máxima concedida à formação de uma indústria nacional voltada para o mercado interno havia gerado estruturas de mercado cada vez menos contestáveis, com pouco incentivo ao dinamismo tecnológico, à eficiência e ao crescimento da produtividade. A abertura comercial, ao expor a economia doméstica à concorrência internacional, levaria os produtores nacionais a implementar um grande esforço de redução de custos através

de investimentos em tecnologia, qualidade e produtividade, assim como os esforços de aperfeiçoamento, enxugamento e racionalização empresarial.

A introdução de inovações gerenciais e tecnológicas (as quais seriam possíveis principalmente devido ao acesso a equipamentos importados) geraria, por sua vez, um significativo aumento da produtividade do trabalho. Inicialmente, poderia ocorrer uma redução no emprego. Essa redução seria, no entanto, de curto prazo, pois, o crescimento da produtividade, ao reduzir o custo unitário do trabalho e melhorar a competitividade dos produtores domésticos, aumentaria o seu *market share* no mercado doméstico e a sua capacidade de exportação, produzindo, no longo prazo, um efeito dinâmico positivo sobre o emprego (AMADEO, 1998).

Além disso, o aumento da produtividade permitiria também uma melhor distribuição de renda, pois, à medida que a produtividade se mantivesse crescendo velozmente, as empresas não apenas reduziriam custos e preços, mas também poderiam aumentar salários. A abertura comercial seria, portanto, um dos pilares para a construção de um novo modelo de crescimento, induzido pelo lado da oferta e com conseqüências distributivas.

Segundo Franco (1998), um novo projeto de desenvolvimento começava a ser delineado, o qual teria nos investimentos privados e no aumento da produtividade os principais indutores do processo de crescimento. Dessa forma, não caberia mais ao Estado exercer tal papel. Nessas circunstâncias, as políticas de desenvolvimento adotadas pelo governo deveriam ter apenas o objetivo básico de modificar as estruturas de mercado e os padrões sistêmicos de competitividade, geralmente chamados de “custo Brasil”. Ao Estado caberia, fundamentalmente, assegurar a estabilidade de preços, uma política fiscal austera e liberdade cambial. Resumindo, o próprio funcionamento do mercado reduziria o papel do Estado e suas políticas de desenvolvimento estariam restritas apenas a criação das condições adequadas para atrair investidores privados.

Um outro pilar fundamental para o redesenho do modelo de desenvolvimento seria a abertura financeira e a liberalização do câmbio. A livre movimentação de

capitais permitiria o financiamento de um provável déficit em conta-corrente originário da abertura comercial. Numa economia estabilizada e aberta, onde as entradas de capitais pudessem ocorrer livremente conforme os diferenciais de taxas de juros e com grandes perspectivas de investimento direto, sempre haveria capital externo disposto a financiar o déficit em conta-corrente, e, portanto, esse deixaria de ser uma restrição ao crescimento. Desta forma, estaria eliminada a histórica restrição ao crescimento brasileiro pelo lado do Balanço de Pagamentos. Além disso, o crescimento da poupança externa, em escala suficiente para complementar a poupança privada interna, permitiria a retomada do crescimento impulsionado pelo esforço de investimento predominantemente privado.

A entrada de recursos através das privatizações e do investimento direto estrangeiro completariam o quadro do financiamento externo, ao mesmo tempo em que contribuiriam para remover gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e agindo como veículo do progresso tecnológico e organizacional.

Para os adeptos dessa visão, estava surgindo um novo paradigma sobre os rumos do desenvolvimento econômico, em substituição ao antigo paradigma desenvolvimentista. O novo paradigma sobre os caminhos para o desenvolvimento teria como base a abertura comercial e financeira, o predomínio das relações de mercado e a minimização do papel desempenhado pelo Estado (FRANCO, 1998).

É importante ressaltar que subjacente a esse novo consenso havia uma crença quase absoluta no funcionamento natural e espontâneo do mercado. Bastaria que fossem adotadas as medidas necessárias para libertar a economia brasileira dos entraves colocados ao longo de período desenvolvimentista para que o mercado cumprisse espontaneamente seu papel de coordenador natural da economia. Ao Estado caberia apenas o papel de criar as condições necessárias ao bom funcionamento do mercado.

O retorno do país aos mercados financeiros internacionais está, portanto, inserido dentro desse contexto. Ao longo da década de 1990, o país passou pelo

processo de abertura do sistema financeiro nacional, o qual ocorreu tanto através da eliminação das barreiras à entrada no país dos investimentos estrangeiros de *portfólio*, como da permissão da entrada de instituições financeiras estrangeiras mediante a aquisição do controle acionário de instituições locais e/ou instalações de subsidiárias.

Argumentava-se que através da liberalização financeira seria possível solucionar a grande fragilidade estrutural do setor financeiro brasileiro: a ausência de mecanismos privados domésticos de financiamento de longo prazo. Primeiramente, esperava-se que através da entrada dos investimentos estrangeiros de *portfólio* no país, o mercado primário de ações fosse estimulado de forma a se tornar uma das fontes de financiamento para as empresas domésticas, enquanto que a crescente securitização do crédito, notadamente através de títulos lançados no exterior, possibilitaria às empresas a captação direta de recursos no mercado financeiro internacional. Além disso, o *funding* do sistema bancário poderia ser alterado devido aos recursos captados pelos bancos mediante emissão de títulos no exterior. Finalmente, a internacionalização do sistema bancário poderia alterar dinâmica do mercado de crédito no país, ampliando sua oferta e tornando-o mais barato.

#### 4.2.3 A diversificação dos fluxos de capitais que entram no país

Durante as décadas de 1960 e 1970, a maior parte do capital externo voluntário que ingressava no país decorria dos empréstimos bancários privados, garantindo, assim, a homogeneização dos fluxos de capitais externos voluntários. Além disso, a internalização dos empréstimos bancários externos ocorria pelos canais já estabelecidos e consolidados dentro de um sistema de financiamento baseado nos empréstimos bancários. Dessa forma, cabia aos bancos nacionais, através da Resolução nº 63, captar os recursos e canalizá-los aos agentes econômicos do país.



Nos anos 1990, contudo, os fluxos de empréstimos bancários sindicalizados tornaram-se inexpressivos, ao mesmo tempo em que surgiram novas categorias de fluxos financeiros que entram no país, mais condizentes com a nova dinâmica financeira internacional. O Banco Central, ao longo dos anos 1990, classificou, para fins de registro, a entrada de capital externo voluntário em três modalidades diferentes: investimento direto, investimento de *portfólio* e empréstimos em moeda. A segmentação dos fluxos internacionais de capital necessita, portanto, de uma definição precisa quanto às formas que tais fluxos assumem.

Primeiramente, por empréstimos de moeda entende-se principalmente a emissão, por parte dos agentes domésticos, de *securities* (títulos de renda fixa ou variável que podem ser negociados no mercado secundário) no mercado financeiro internacional. De acordo com Aurélio (1999), “os recursos captados via emissão de bônus no mercado internacional têm representado, no caso brasileiro, cerca de 70% dos empréstimos em moeda”. (p.74)

Seguindo a metodologia do Banco Central, os fluxos de investimento de *portfólio* correspondem tanto aos capitais estrangeiros que são aplicados no mercado financeiro doméstico (mediante a aquisição de títulos emitidos por residentes), e de capitais aplicados em *depository receipts* - certificados representativos de ações de empresas nacionais negociadas em bolsas no exterior.

Já os investimentos diretos “referem-se aos capitais externos internalizados com o objetivo de estabelecer o controle sobre uma unidade produtiva/financeira doméstica, o qual pode ser entendido como um elevado grau de influência sobre os aspectos gerenciais e de remuneração do investimento”. (AURÉLIO, 1999, p.4)

A tabela 2 mostra a importância que a entrada de capital externo mediante empréstimos de moeda (principalmente *bonus* e *notes*) e investimento de *portfolio* vão assumindo ao longo dos anos 1990.

TABELA 2 – CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS (EM MILHÕES DE US\$): INVESTIMENTOS EM *PORTFOLIOS* E EMPRÉSTIMOS EM MOEDAS (*BONUS E NOTES*), NO BRASIL -1990-99.

Ano	<i>Portfolio</i>	<i>Bonus</i>	<i>Notes</i>
1990	171	22	0
1991	778	1.105	383
1992	3.863	980	3.873
1993	15.352	500	6.865
1994	25.142	200	6.928
1995	24.838	1.819	8.593
1996	26.078	1.263	17.242
1997	39.552	2.751	15.591
1998	31.830	698	24.602
1999	18.303	4.719	11.323

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil - BACEN – vários números.

Cada modalidade dessas, no entanto, contrariamente à homogeneização do capital de empréstimo bancário, possui características bastante distintas, com implicações e condicionantes também distintos. No entanto, é importante observar que o diferencial entre taxa de juros interna e externa é o condicionante comum por trás da atração de cada uma dessas categorias de capital ao país. De fato, o impulso decisivo para o ingresso de recursos privados ao Brasil aconteceu após outubro de 1991, com a desvalorização de 14,14% do cruzado novo e a subida brutal da taxa de juros interna. Segundo Meyer, 1993, p.41:

Depois da midi-desvalorização do cruzeiro, a consolidação da nova política monetária de juros altos sinalizava *ex- ante* um período de substancial diferencial positivo entre as taxas de juros domésticas e externas. O diferencial efetivamente observado atingiu seu ápice em janeiro de 1992, quando a taxa de juros interna dos certificados de depósitos interbancários, deflacionada pela variação da taxa de câmbio, alcançou em termos anualizados 69%, contra uma taxa de juros externa para aplicações em dólares de apenas 4,1% ao ano. (...) Com diferenciais desta magnitude; um número crescente de instituições brasileiras voltou-se para o mercado internacional de capitais. Títulos brasileiros lançados no exterior, notadamente *bonus e notes*, pagavam um diferencial positivo expressivo em relação às taxas de juros de títulos comparáveis do Tesouro norte-americano.

Se, por um lado, o diferencial de taxas de juros estimula a captação externa, permitindo uma margem de repasse considerável, por outro lado, é exatamente este elevado diferencial entre a taxa de juros que atrai os investidores internacionais que entram no país através do investimento de *portfolio*. Segundo Gonçalves (1996, p.146):

Levando-se em consideração todo o período de janeiro de 1992 a junho de 1994, verifica-se que a taxa média (anualizada) de juro interno foi de 8,21 vezes a taxa de juro internacional. Isto é, o investidor estrangeiro ganhava no Brasil em 6 semanas e meia o que ganharia em aplicação no mercado financeiro internacional durante todo um ano!

Dadas essas diferenças, uma análise sobre o retorno dos capitais externos ao país que considere os fluxos de capitais como um todo, indistintamente, inevitavelmente direciona o foco da atenção para questões relacionados ao volume de recursos, aos prazos de permanência no país (curto ou longo prazo), ao seu destino (investimentos diretos destinam-se à produção enquanto que o investimento de *portfólio* é mais especulativo) e a seus impactos macroeconômicos. Sem desconsiderar a importância dessas questões, o objetivo da pesquisa é avaliar as mudanças qualitativas no que diz respeito ao comportamento das diferentes modalidades de capital que entram no país e seus impactos sobre a possibilidade de se construir um novo modelo de financiamento de investimento para as empresas no

país. Dessa forma, embora os impactos macroeconômicos da abertura possuam um papel fundamental para a explicação das inconsistências de uma integração financeira entre parceiros desiguais (STUDART, 2001), o trabalho irá se concentrar principalmente nos diferentes canais através dos quais esses fluxos de capitais foram internalizados no país e seus impactos no sistema financeiro doméstico como um todo.

Antes de prosseguir, cabe ainda uma importante ressalva metodológica. Como já visto anteriormente, o objeto da pesquisa está relacionado aos impactos tanto dos fluxos financeiros externos no sistema financeiro doméstico quanto da abertura do sistema bancário doméstico às instituições financeiras internacionais. Sendo assim, a pesquisa não pretende analisar os investimentos externos diretos, pois, embora representem fluxos de capitais externos que entram no país, esses recursos são destinados ao setor produtivo diretamente. Em outras palavras, embora os investimentos diretos estrangeiros possam ter um papel relevante na ampliação do capital produtivo<sup>26</sup>, esses recursos, a princípio, não geram impacto nos mecanismos de financiamento interno. É claro que grande parte dos IDE direcionaram-se às fusões e aquisições de bancos domésticos por parte dos bancos estrangeiros, mas essa questão será abordada dentro da análise das mudanças do setor bancário doméstico a partir da abertura financeira.

A intensa entrada de capitais externos que ocorreu no Brasil após a abertura financeira, se por um lado, foi consequência do novo contexto financeiro internacional, por outro lado, foi o canal que possibilitou a transmissão das transformações ocorridas nos mercados financeiros internacionais para o país. Dessa forma, a abertura financeira possibilitou a “integração” do Brasil no novo cenário financeiro internacional, sendo que a relação entre o sistema financeiro

---

<sup>26</sup> É importante ressaltar, no entanto, que “boa parte da entrada recente dirige-se a mudanças patrimoniais – estima-se que em 1997 cerca de 50% se referia a privatizações e *take-overs*, mas se desconhece qual a parcela do restante teria sido atraída ao país para investimentos fixos” (BIELSCHOWSKY, et al., 2002, p. 30).

internacional e os sistemas nacionais depende do grau de abertura que esses últimos permitem (STUDART, 1999).

#### 4.2.4. A abertura financeira

Segundo Akyuz (1993), o grau de abertura financeira é determinado tanto pela facilidade com a qual os residentes de um determinado país podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira, como pela facilidade dos não residentes em operar nos mercados domésticos, incluindo o acesso ao mercado por parte de bancos estrangeiros. Assim, é possível distinguir três níveis de abertura financeira:

- O nível 1 de abertura permite aos residentes tomarem empréstado no mercado internacional, por razões além das do comércio internacional.
- O nível 2 de abertura permite que os residentes transfiram capital e tenham ativos financeiros no exterior, assim como que os não residentes possam fazer o mesmo no mercado doméstico.
- O nível 3 de abertura permite que os residentes tenham relações de débito e crédito denominadas em moedas estrangeiras.

A abertura financeira do Brasil na década de 90 permitiu não apenas a entrada no país dos fluxos de capitais em suas diferentes modalidades, como também permitiu que as instituições financeiras estrangeiras pudessem operar dentro do sistema financeiro doméstico. Dessa forma, diferentemente do que ocorreu em outros países<sup>27</sup>, a abertura financeira no Brasil ocorreu nos níveis 1 e 2, apenas, mas a magnitude da entrada de recursos financeiros externos, associada ao perfil de cada modalidade de recursos financeiros que entram no país tem sido capaz de provocar mudanças nas estruturas financeiras domésticas.

---

<sup>27</sup>

A Argentina, por exemplo, que chegou até o nível 3.

O nível 1 de abertura implicou na permissão a que empresas e bancos brasileiros pudessem captar recursos no exterior através da colocação de seus títulos diretamente no mercado financeiro internacional. A utilização do mecanismo de securitização, tão aos moldes do mercado de capitais, abre de fato uma nova fonte de financiamento às empresas nacionais. A permissão para captar recursos no exterior (nível 1 de abertura) abriu às empresas brasileiras a possibilidade de captação de recursos diretamente no sistema financeiro internacional, através da colocação direta de seus próprios títulos. Dentro de um mercado financeiro modernizado e inserido no sistema financeiro internacional, a captação de recursos através da emissão de *securities* no exterior constitui-se numa opção de financiamento para as empresas nos moldes das novas transformações do sistema financeiro internacional.

A fim de viabilizar a captação de recursos pela nova modalidade de crédito, o marco regulatório doméstico foi adequado ao novo modelo de financiamento internacional baseado na securitização das dívidas e no incremento do mercado de capitais. "Nesse modelo surgiram novos instrumentos financeiros, tais como títulos e debêntures conversíveis em ações, empréstimos conversíveis em títulos, títulos de dívida estruturados com instrumentos derivativos, etc.". (PRATES & FREITAS, 1999) O surgimento dessas inovações financeiras dentro do mercado de *securities* contribuiu para a formação de um mercado secundário por esses títulos. Nesse sentido, a captação de recursos através da securitização poderia contribuir também para a consolidação de um mercado de capitais no país.

No que diz respeito às condicionalidades de atração desse fluxo de capital, a captação de recursos externos mediante a emissão de títulos de dívida direta no mercado financeiro internacional relaciona-se, diretamente, à existência de liquidez internacional e a um determinado nível das taxas de juros internacionais que torne atrativa a captação. Observa-se, no entanto, que das três modalidades de fluxos de capitais ressaltadas acima, está é a categoria que, por excelência, implica endividamento externo do país.

A mudança na natureza da captação de dívida externa (título de dívida direta em lugar dos empréstimos bancários) não significou, contudo, a diminuição de importância dos bancos. No processo de emissão de títulos no mercado externo, as empresas não-financeiras recorreram aos bancos, os quais desempenham papel essencial, seja no fornecimento de consultoria especializada, seja na estruturação e montagem das operações, seja na subscrição das emissões, seja ainda na concessão de aval. De acordo com Prates & Freitas (1999), “(...) o setor privado financeiro foi o responsável pela maior parte das captações externas no período 1992-95, contudo, a participação das empresas privadas como tomadoras de recursos se torna cada vez mais relevante no biênio 1996-97”. (p.84)

Se o nível 1 da abertura permitiu que agentes domésticos pudessem transacionar no mercado financeiro internacional, o nível 2 da abertura reduziu, de forma significativa, as barreiras até então existentes a que os investidores internacionais pudessem fazer transações no mercado financeiro doméstico, abrindo o país aos investimentos de *portfólio*. Dessa forma, a entrada do investimento de *portfólio* no país tem um impacto direto no mercado financeiro doméstico.

As instituições multilaterais, governos dos países desenvolvidos e analistas de mercado defendiam a abertura financeira argumentando que a entrada de capital de *portfólio* no mercado financeiro doméstico pudesse contribuir para o seu aprofundamento e dinamismo desse mercado, de tal forma que poderia se vislumbrar uma fonte alternativa de financiamento às empresas domésticas.

No Brasil, quase a totalidade dos investimentos estrangeiros em *portfólio* direcionaram-se para a Bolsa de Valores de São Paulo, a maior do país. Com isso, ocorreu não apenas um aumento na participação dos investidores estrangeiros no total negociado na Bovespa, como também uma ampliação dos volumes de negócios diários e, portanto, da liquidez das ações negociadas.

Assim, os impactos da abertura financeira sobre o mercado de ações poderia contribuir para a consolidação de uma nova alternativa de financiamento ao investimento, baseado no mercado de capitais. No entanto, embora a entrada de

investimentos estrangeiros de *portfolio* no país na década de 1990 dinamizasse a Bolsa de Valores, a qual havia apresentado um fraco desempenho nos anos 1980, o mercado acionário brasileiro continua sendo fonte insignificante de financiamento para as empresas brasileiras, uma vez que o segmento mais atingido pelo ingresso desses investimentos foi o mercado secundário de ações e não houve estímulo ao financiamento através da emissão de ações no mercado primário.

No que diz respeito aos condicionantes da entrada do investimento de *portfólio*, esses são capitais altamente especulativos e que dependem de um nível atrativo de taxa de juros interna (para o caso de títulos de renda fixa) e a existência de oportunidades de elevada rentabilidade dos ativos financeiros domésticos (assim como as privatização e as empresas subvalorizadas). O comportamento volátil desses capitais, entretanto, põe em evidência os riscos associados à participação de estrangeiros no mercado financeiro doméstico.

A abertura financeira no Brasil não se restringiu apenas à conta de capital do Balanço de Pagamentos, em meio a uma séria ameaça de crise no sistema bancário, permitiu-se a abertura do sistema bancário doméstico aos bancos estrangeiros, em meados da década de 1990. Esse novo estágio da abertura financeira também tem um impacto potencial sobre o financiamento das empresas, uma vez que o aumento da concorrência decorrente da internacionalização do mercado poderia contribuir de forma a melhorar as condições de oferta de crédito aos investimentos produtivos.

A permissão para que instituições financeiras internacionais pudessem operar dentro do sistema bancário do país permitiu que vários bancos estrangeiros viessem para cá, o que acabou modernizando o setor e tornando-o mais eficiente. O sistema bancário, no entanto, manteve o seu perfil anterior à internacionalização do setor: baixa oferta de crédito e alta concentração de aplicações em títulos da dívida pública.

Assim, a abertura financeira atuou em duas esferas distintas:

- Macroeconomicamente, buscou resolver o problema de restrição ao crescimento devido aos problemas do Balanço de Pagamentos. Dessa forma, o aumento de reservas obtido num primeiro momento, reduziu as restrições do Balanço de



Pagamentos e criou espaço para a adoção de um programa de estabilização da moeda tendo a taxa de câmbio como âncora. Por trás desse novo projeto estava a premissa básica de que, uma vez obtidos os ajustes necessários nos fundamentos do país, neste novo mundo globalizado, haveria sempre capital internacional disponível para financiar os desequilíbrios do Balanço de Pagamentos. No entanto, ao não se concretizar essa premissa, o país passou a enfrentar novas restrições externas ao crescimento, com um elevado grau de vulnerabilidade financeira.

- Setorialmente, buscou modernizar o setor financeiro doméstico e criar uma alternativa ao financiamento do investimento.

#### 4.2.5. A abertura financeira e os mecanismos de financiamento

No que diz respeito ao impacto da abertura financeira no modelo de financiamento brasileiro, a abertura financeira poderia afetar a estrutura de financiamento do país mediante dois caminhos. Primeiramente, o retorno dos fluxos dos capitais externos ao país, ausentes ao longo da década de 1980, implicou num aumento da oferta de financiamentos internacionais, seja de créditos bancários de curto prazo, seja de financiamentos de longo prazo, ou mesmo capital de risco, ampliando, assim, o potencial de acumulação.

Considerando-se a natureza e a transmissão dos fluxos financeiros estrangeiros nos anos 1990, a abertura financeira, e a conseqüente integração do sistema financeiro doméstico ao sistema financeiro internacional, poderia, no entanto, significar muito mais do que um aumento dos fluxos financeiros entre economias desenvolvidas e em desenvolvimento. Assim, dada nova configuração do sistema financeiro internacional, a abertura financeira possibilitaria também alterações no funcionamento do sistema financeiro doméstico, consolidando formas alternativas de canalização de poupança.

Baer (1993) ressalta que existem quatro vias (que se combinam de distintas maneiras) de canalização da poupança disponível para alavancar o financiamento de

longo prazo: “(i) aplicações individuais ou através de fundos de poupança privada em mercados de capitais; (ii) intermediação de recursos via sistemas de crédito privado; (iii) reinvestimentos dos lucros das próprias empresas; (iv) fundos de poupança compulsória administrados pelo Estado e canalizados para crédito de longo prazo” (p.29). A abertura financeira poderia atuar na consolidação do mercado de capitais e no melhoramento das condições do crédito privado bancário.

Primeiramente, deve-se considerar que, no que diz respeito à captação de recursos externos, o país, ao longo da década de 1990 partiu de um padrão de endividamento do setor público, o qual rolava suas dívidas junto a um número relativamente pequeno de bancos internacionais, para um padrão de captação de recursos diretos, tomados principalmente para investimentos privados, principalmente no mercado de bônus (COSTA, 1997). Segundo Costa (1997) “há uma tendência de desintermediação bancária, no mercado, quando se trata de operações de *funding* de empresas não-financeiras. Estas prefeririam captar recursos no mercado de capital internacional, ao invés de captar no mercado de crédito nacional, exceto no caso do financiamento a longo prazo do BNDES”. ( p.88) Além disso, é importante ressaltar que o investimento de *portfólio* que entrou no país, ao direcionar-se fundamentalmente para compra de ações, terminou por dinamizar o mercado acionário. Dessa forma, a entrada de capitais externos que ocorre no país a partir da abertura financeira teria o potencial de consolidar um mercado de capitais e a securitização como formas alternativas de financiamento no país.

Por outro lado, a abertura do sistema financeiro doméstico aos agentes internacionais, ao estimular a entrada de novos atores internacionais e estimular a competição nesse mercado poderia também estimular o sistema de crédito bancário.

O que se pretende enfatizar aqui é que a abertura financeira nos anos 1990 não apenas representou um aumento da entrada de recursos externos para o país, mas também afetou a configuração da organização institucional de seus mercados financeiros domésticos, pois estimulou a diversificação das instituições e dos ativos

financeiros e permitiu a entrada de novos atores internacionais. Isso mudou o comportamento do mercado em vários sentidos:

- 1) houve uma mudança em direção ao crédito e *securitites* privadas;
- 2) houve um aumento do papel desempenhado pelos atores internacionais - tanto investidores financeiros como instituições financeiras;
- 3) houve aumento da competição.

Essas mudanças poderiam alterar a estrutura de financiamento do país (STUDART, 2001).

Concluindo, a retomada do fluxo de recursos externos para a economia brasileira (quase totalmente interrompido pela crise da dívida externa nos anos 1980), através da abertura financeira, poderia consolidar uma alternativa de financiamento baseada no mercado de capitais e na securitização e em direção à convergência do sistema financeiro internacional.

A questão central então é: qual a funcionalidade da reinserção do país no sistema financeiro internacional para o desenvolvimento de uma alternativa de financiamento no país?

A fim analisar essa questão, a pesquisa pretende investigar os impactos da abertura financeira sobre a capacidade de oferecer ao país alternativas de financiamento, seja através da modernização do sistema financeiro doméstico, a partir da entrada de investidores internacionais e da consolidação de um mercado de capitais no país; seja através da internacionalização do sistema bancário; ou seja através da possibilidade de alternativas de financiamento (securitização).

### 4.3 A FRAGILIDADE FINANCEIRA DO PAÍS

A compreensão do novo contexto financeiro internacional, das novas modalidades dos fluxos de capital financeiro e da notável reversão dos fluxos de capitais financeiros a favor do Brasil no início dos anos 1990 é de fundamental importância para que se entenda o sucesso da experiência recente em estabilizar a economia brasileira ancorada na taxa de câmbio, com sobrevalorização crescente, sustentada por juros internos altos e com elevados déficits em conta corrente financiados por entradas maciças de capital. De fato, segundo Kregel (1999), o Plano Real foi, em muitos aspectos, similar aos outros. Ele foi introduzido, no entanto, na era pós-Brady, na qual o fluxo de capital externo começava a voltar aos países endividados devido à necessidade dos países desenvolvidos em diversificar seus *portfolios*, associado ao fato de os retornos oferecidos pelos países emergentes (incluindo o Brasil) se mostrarem bastante elevados. Foi exatamente a abundância de capitais líquidos que tornou possível a implementação do Plano Real, uma vez que permitiu o acúmulo de reservas, condição indispensável para a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal. O Plano Real foi, portanto, possibilitado pela consolidação dos mercados financeiros globalizados.

Primeiramente é importante esclarecer que os fluxos de capitais externos começaram a voltar ao país antes mesmo da estabilização econômica. Como pode ser observado na tabela 3, entre 1990 e 1993, o país conseguiu triplicar suas reservas cambiais, que passaram de aproximadamente US\$ 8,5 bilhões, em 1991, para US\$ 25 bilhões no final de 1993.

TABELA 3 – TRANSAÇÕES CORRENTES, CONTA DE CAPITAL E RESERVAS (EM MILHÕES DE US\$) NO BRASIL – 1990-99.

Ano	Transações correntes	Conta de capital	Reservas <sup>(1)</sup>
1988	4.175	3.635	5.359
1989	1.033	-3.648	7.268
1990	-3.782	-4.717	8.751
1991	-1.407	-4.148	8.552
1992	6.143	25.271	19.008
1993	-592	10.111	25.878
1994	-1.689	14.294	36.471
1995	-17.972	29.359	50.449
1996	-23.142	33.959	59.039
1997	-30.811	25.877	51.359
1998	-33.625	20.596	43.617
1999	-25.062	14.165	35.554 <sup>(2)</sup>

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – vários números.

Nota: (1) Reservas internacionais no BACEN – conceito caixa (conceito operacional do BACEN, contemplando haveres prontamente disponíveis);

(2) Valor de dezembro.

Foi exatamente o elevado nível das reservas cambiais que possibilitou o uso da política de sobrevalorização cambial como um dos pilares do Plano Real. A tabela 3 mostra, também, que, do Plano Real até a crise de 1998-9, o nível das reservas foi, de fato, capaz de sustentar uma “âncora cambial”.

Uma segunda questão com relação à adoção de um plano de estabilização associado à abertura financeira diz respeito ao papel das taxas de juros. De acordo com Belluzzo & Almeida (2002), garantir um fluxo constante de capitais externos a fim de manter o câmbio como âncora necessita que o país disponha de ativos atraentes que possam ser oferecidos aos investidores estrangeiros. Isso inclui: títulos da dívida pública, ações de empresas em processo de privatização, bônus e *commercial papers* de empresas e bancos de boa reputação, ações depreciadas de empresas privadas. Considerando a fragilidade de uma moeda recém-estabilizada, para que esses ativos tornem-se atraentes, no entanto, é necessário que eles carreguem elevados ganhos de capital e que suas taxas de retorno tenham

embutidas prêmios de risco. Sendo assim, “as taxas de juros reais não podem ser reduzidas abaixo de determinado limite pelos *spreads* exigidos pelos investidores estrangeiros para adquirir e manter em carteira um ativo denominado em moeda fraca, artificialmente valorizada”. (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002, p.367) Num ambiente internacional marcado pela livre movimentação de capitais, a taxa de juros deve, necessariamente, incorporar o risco-país e a expectativa de desvalorização do câmbio. Dessa forma, a mesma valorização cambial utilizada como âncora para reduzir a inflação, acaba por ampliar o componente da taxa de juros que se relaciona com a desvalorização do câmbio. Segundo Belluzzo & Almeida (2002), o governo terminou por “consolidar, na formação da taxa de juros, o nível aproximado de 7% ao ano como o valor correspondente à desvalorização projetada do câmbio”. (p.371) Assim, o piso da taxa de juros básica resultou de uma combinação entre o componente cambial, a taxa de juros internacional, o *spread* de financiamento a tomadores do país (refletindo o “risco Brasil”) e os impostos (aproximadamente 2% ao ano).

Ao longo de toda a década, altas taxas de juros foram utilizadas como o principal instrumento de política econômica. As elevadas taxas de juros não apenas estimularam a entrada de capital externo, como também foram utilizadas a fim de desestimular a demanda por crédito tanto das famílias como das empresas. Além disso, acentuadas elevações nas taxas de juros também foram utilizadas como forma de conter fugas de capitais diante das sucessivas crises externas que ocorreram ao longo da década.

A combinação de uma política econômica baseada em elevadas taxas de juros e valorização cambial, associada à abertura financeira e comercial, aumentou os riscos de instabilidade macroeconômica dentro do país, com elevados custos na capacidade de crescimento de renda e de emprego, no balanço de pagamentos e na vulnerabilidade externa.

A sobrevalorização cambial, associada à abertura comercial, produziu rapidamente uma ampliação do déficit na balança comercial. A tendência de

aumento das importações relativamente maior que o das exportações pode ser constatada na tabela 4. Quando se compara a magnitude da mudança, observada no período de 1995 a 1999, com a ausência de um expressivo crescimento econômico na época, percebe-se que os déficits comerciais refletem principalmente a orientação da política econômica, sem gerar aumento da capacidade exportadora.

TABELA 4 - TAXA MÉDIA<sup>(1)</sup> ANUAL DE CRESCIMENTO DAS IMPORTAÇÕES E EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS, 1981-1999.

Período	1981-85	1986-90	1991-95	1995-99
Exortação	4,62	4,14	8,16	1,97
Importação	- 7,35	9,46	19,01	21,77 <sup>(3)</sup>

Fonte: International Financial Statistics - Yearbook - International Monetary Fund 1998 (dados de 1980 a 1994) e 2000 (dados de 1995 a 1999), Washington.

Nota: (1) Taxa média geométrica, em percentuais.

Os elevados déficits comerciais passaram a ser financiados com a entrada de capitais especulativos de curto prazo, fluxos de investimentos em bolsas de valores, investimentos diretos e aquisições de empresas brasileiras (ver tabela 3). A partir desse fato houve uma mudança significativa na composição da conta de capitais e o aumento dos passivos com investidores em bolsas, com compradores de empresas nacionais e outros. O resultado foi um aumento substancial de remessas de divisas para pagamentos de juros, lucros e dividendos e eventuais repatriações de capitais, contribuindo para uma maior elevação no déficit das transações correntes, como pode ser visto na tabela 5.

TABELA 5 –JUROS, LUCROS E DIVIDENDOS (EM MILHÕES DE US\$) NO BRASIL - 1990-99.

Ano	Juros	Lucros e dividendos <sup>(1)</sup>
1990	-	-1.619
1991	-8.621	-688
1992	-7.253	-649
1993	-8.280	-2.051
1994	-6.338	-2.883
1995	-8.158	-3.501
1996	-9.173	-3.841
1997	-10.388	-6.508
1998	-11.947	-7.669
1999	-15.270	-5.531

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil - BACEN – vários números.

Notas: (1) Extraídos da carta da SOBEET, (2001).

Além disso, conforme Cintra (1999b), “a dívida externa cresceu aceleradamente, passando de US\$ 159,3 bilhões no final de 1995 para US\$ 243,2 bilhões em dezembro de 1998”. (p.10) O crescimento do passivo externo, no entanto, possui um caráter bastante distinto do processo de endividamento dos anos 1960 e 1970. Nesse período o endividamento significou, em grande medida, o financiamento de projetos destinados a substituir importações e/ou estimular as exportações. O atual endividamento externo, ao contrário, apenas ampliou, de forma considerável, a vulnerabilidade da economia brasileira frente a um choque externo.

O atual desequilíbrio financeiro do setor público representa a contrapartida da sobrevalorização cambial e da adoção de uma política de juros elevados como forma de captação maciça de recursos externos para financiar o Balanço de Pagamentos. A formação de um elevado nível de reservas obrigou o governo a aumentar drasticamente o volume da dívida interna a fim de neutralizar a pressão sobre o nível de liquidez da economia.



Em 1993, antes do Plano Real, o superávit primário era de 2,6 % do PIB e o superávit operacional era de 0,3% do PIB. Em 1998, o déficit operacional chegou a 7,4% do PIB, reduzindo-se para 3,4% em 1999. No que diz respeito ao estoque de títulos federais fora do Banco Central, esse “saltou de R\$ 61,7 bilhões em dezembro de 1994 para R\$ 176,2 no final de 1996, e continuou sua trajetória ascendente. Atingiu R\$ 255,5 bilhões em 1997 e R\$ 323,8 bilhões em dezembro de 1998”. (CINTRA, 1999b, p.11 e 12). Além disso, os custos de rolagem da dívida também se tornaram elevados em decorrência do patamar elevado dos juros. Assim, as despesas com juros transformaram-se no principal componente do déficit público.

Segundo Belluzzo & Almeida (2002), três fatos podem ilustrar a magnitude do endividamento público ao longo do período:

- No início do Plano Real, a situação financeira do setor público brasileiro era invejável. Em 1993, as contas do governo registravam superávit primário operacional e a dívida líquida total e mobiliária encontrava-se no seu nível histórico mais baixo.
- O aumento do endividamento ocorreu apesar do crescimento da carga tributária bruta, que passou de cerca de 22% do PIB, em 1994, para mais 30% do PIB, em 1998.
- De 1991 a 1998, dentro do programa de privatização deslanchado pelo governo, a receita de vendas somou US\$ 68,6 bilhões. Para uma comparação dos montantes envolvidos, observe-se que “as receitas de vendas, nos dois anos de auge do processo de privatização (1997-98), corresponderam, em média, a 3% do PIB em cada um desses anos”. (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002; p.391)

A velocidade do crescimento da dívida interna não apenas terminou por comprometer o equilíbrio financeiro interno da economia, mas também elevou o “risco<sup>28</sup>” do país, aumentando as tensões do mercado financeiro internacional. A

---

<sup>28</sup> A relação dívida interna pública/PIB é um dos principais indicadores de risco do país que é levado em consideração pelos investidores internacionais.

política de incentivo à entrada de capital externo produziu, portanto, uma deterioração endógena nas contas públicas.

Para resolver esses graves desequilíbrios macroeconômicos, o governo deveria manter as taxas de juros num patamar capaz de estimular o crescimento produtivo, emprego e controlar a dívida pública. Em mercados financeiros globalizados, essa medida só pode ser adotada, contudo, respeitando o diferencial de juros requerido pelos investidores internacionais, uma vez que suas carteiras de ativos precisam embutir elevados prêmios de risco em suas taxas de retorno. A política monetária do governo encontra-se, dessa forma, condicionada às expectativas do mercado financeiro internacional.

De fato, o governo brasileiro terminou dentro da seguinte armadilha: ao basear a estabilidade econômica e seu projeto de crescimento na abertura financeira, perdeu espaço de autonomia para gestão macroeconômica de políticas cambial e de juros, ficando, dessa forma, impedido de tomar as medidas necessárias para promover a retomada do crescimento sob pena de abalar a base de sustentação do Plano.

O Brasil, ao se inserir novamente no sistema financeiro internacional através da abertura financeira, iniciou um novo ciclo de endividamento externo, aumentando consideravelmente a vulnerabilidade da economia brasileira a um choque externo.

Nos capítulos seguintes, buscar-se-á analisar o impacto da abertura para o modelo de financiamento do país. Dessa forma, o próximo capítulo discute os efeitos da permissão para que instituições financeiras estrangeiras pudessem operar no sistema bancário doméstico, assim como para que aquelas instituições estrangeiras que já operavam pudessem ter seu campo de atuação ampliado. Apresentam-se as consequências da abertura financeira para o sistema bancário brasileiro em termos de estrutura e dos agentes que participaram, mostrando que embora tenham ocorrido mudanças significativas no contexto financeiro internacional e institucional no qual os bancos operam, elas não afetaram as

estratégias financeiras de valorização do capital e não contribuíram efetivamente para um impulso ao investimento produtivo.

Nos capítulos 6 e 7, analisa-se uma outra dimensão da abertura financeira: os fluxos de capitais externos que entraram no país. Mostra-se que essas mudanças representaram uma modernização do mercado de capitais no país, até então praticamente inexistente, mas não representaram um impulso ao investimento produtivo, já que o capital se dirigiu em grande medida para operações de compra de títulos públicos e aquisição de empresas existentes.

## 5 O SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO NA DÉCADA DE 90

A década de 1990 foi marcada pelo processo de abertura do sistema financeiro nacional, o qual ocorreu tanto através da eliminação das barreiras à entrada no país dos investimentos estrangeiros de *portfólio*, como da permissão da entrada de instituições financeiras estrangeiras mediante a aquisição do controle acionário de instituições locais e/ou instalações de subsidiárias.

Acreditava-se que a internacionalização do sistema bancário pudesse alterar a dinâmica do mercado de crédito no país, ampliando sua oferta e tornando-o mais barato. No entanto, embora a abertura aos investimentos estrangeiros tenha começado no início dos anos 1990, as pressões para a internacionalização do setor bancário só se tornaram mais presentes quando uma possível crise no sistema bancário nacional começa a se delinear.

O objetivo deste capítulo é o de avaliar os impactos da abertura financeira sobre o setor bancário brasileiro a partir de meados da década de 1990, assim como ressaltar que esses impactos acabaram por determinar o ambiente estratégico no qual as decisões de alocação de crédito foram realizadas ao longo do período.

## 5.1 O PLANO REAL E A PERDA DOS GANHOS COM O *FLOATING*

Os anos 1980, embora tenham sido marcados pelo baixo crescimento econômico, foram também caracterizados por grandes ganhos especulativos por parte do setor bancário. De fato, durante o período de alta inflação e generalizada indexação, o sistema bancário apresentou um desempenho bastante positivo ajustando sua estrutura patrimonial, a fim de obter grande parte de sua lucratividade através da prática de *float*<sup>29</sup>. Dessa forma, as operações de crédito passaram a se concentrar no curto prazo e a ter um peso cada vez menor no total do ativo. Assim, “o sistema bancário brasileiro desenvolvia suas atividades nos segmentos de curto prazo do mercado financeiro e direcionava seus recursos basicamente para o financiamento do setor público em detrimento da oferta de crédito ao setor privado”. (PAULA *et al.*, 2001, p.314-315)

Até meados da década de 1990, as receitas inflacionárias (via *floating*) representavam uma importante fonte de rentabilidade para o setor bancário brasileiro. Sendo esta um tipo de receita existente apenas num contexto inflacionário, a implementação do Plano Real, e o conseqüente controle da inflação, impossibilitaram ao setor bancário a manutenção de sua rentabilidade através da receita inflacionária. Segundo Corazza (2000), as receitas inflacionárias no setor bancário “situavam-se em torno de 2% do PIB, chegando a 4% no período de 1990-93, para serem reduzidas a 2,0% em 1994 e a 0,1% em 1995”. (p.3)

A inviabilidade da manutenção da receita inflacionária indicava que o sistema financeiro teria de passar por um processo de ajuste de forma a adaptar sua dinâmica operacional ao novo contexto macroeconômico. Dessa forma, logo após a implementação do Plano Real, a primeira estratégia de ajuste adotada pelos bancos operando no país foi compensar a perda da receita inflacionária com o crescimento

---

<sup>29</sup> Os ganhos com *float* eram obtidos através da aplicação de saldos não remunerados mantidos no passivo dos bancos. Esses saldos, ao serem aplicados pelos bancos, rendiam no mínimo algo próximo à correção monetária.

da oferta de crédito, mantendo, dessa forma, o mesmo nível de rentabilidade anterior à estabilidade econômica. Conforme pode ser visto na tabela 6, a expansão do crédito foi uma estratégia adotada pelos principais bancos da época.

**TABELA 6      OPERAÇÕES DE CRÉDITO (C.P. + L.P.) COMO % DO  
ATIVO TOTAL PARA OS MAIORES BANCOS  
BRASILEIROS NO PERÍODO 1991-1995**

Período	Dez/1991	Dez/ 1992	Dez/1993	Dez/1994	Dez/1995
Bamerindus	21,1	26,8	32,7	44,2	45,8
Nacional	41,6	45,4	49,5	40,1	58,2 <sup>1</sup>
Econômico	38,1	38,5	47,3	nd	nd
Itaú	25,0	26,3	23,6	37,9	32,2
Bradesco	26,7	24,8	22,5	40,4	37,3
Unibanco	36,8	29,4	38,5	44,6	30,2
Real	12,8	15,3	16,8	28,1	33,9
Noroeste	30,6	23,8	26,7	47,8	40,9

Fonte: CARVALHO & OLIVEIRA (2002).

Notas: (1) Dado referente a setembro de 1995.

Assim, “apesar da significativa perda da receita inflacionária, a rentabilidade média dos bancos brasileiros “aumentou de 14,9%, em 1993, para 16,8%, em 1994, mantendo-se no patamar dos 13,0% até 1998. Em 1999, a mesma chegou a 23,0%, em virtude dos ganhos com a desvalorização cambial”. (CORAZZA, 2000; p.3)

A manutenção da rentabilidade do setor através da adoção de uma estratégia de ajuste baseada numa postura mais agressiva no que concerne à oferta de crédito, evitou, temporariamente, uma reestruturação mais profunda do setor bancário, após a implementação do Plano Real. Essa estratégia, no entanto, só foi possível devido à

convergência de três fatores conjunturais. Primeiramente, houve, de fato, um acentuado crescimento econômico no início do Plano Real, o que estimulou a demanda de crédito por parte dos agentes econômicos, principalmente das famílias. Além disso, a política de juros altos, adotada antes mesmo do início do Plano Real, tornava a oferta de crédito uma atividade lucrativa para os bancos. Finalmente, ressalta-se que, logo após o Plano Real, ocorreu um significativo crescimento dos depósitos à vista, o que lastreou o aumento de crédito. De fato, os depósitos à vista cresceram na ordem de 165% e os a prazo em torno de 40%, nos primeiros meses após o Plano Real (CORAZZA; 2000).

Os dados mostram que o crédito cresceu no período inicial do Plano, apesar da adoção de uma política restritiva por parte das autoridades monetárias como forma de controlar a explosão do mesmo. O pensamento econômico dominante na época acreditava que a estabilidade econômica, na medida em que eliminasse os ganhos inflacionários, levaria os bancos a compensar essa perda de receita através da expansão das operações de crédito. Conforme Soares (2001, p.10),

aparentemente, em virtude dessa unanimidade, a preocupação principal do governo era a de como evitar a explosão do crédito. O crescimento exagerado do crédito poderia fragilizar os bancos e criar uma bolha de consumo ameaçando a estabilização de preços. Para evitar esse crescimento, o Banco Central estabelece uma política rigorosa de depósitos compulsórios sobre depósitos à vista, a prazo e sobre outras operações, e adota normas mais restritivas para a concessão de créditos. Entretanto, apesar da política restritiva, os estudos mostram que os créditos cresceram.

De fato, o crescimento do crédito ocorrido no início do Plano Real deu-se num contexto marcado por severas restrições das autoridades monetárias sobre os bancos, no qual “a participação relativa dos depósitos compulsórios no total do ativo dos bancos pulou de 2,9% em junho para 9,0% em dezembro de 1994”. (PAULA, et al., 2001, p.304) No limite, o Banco Central acabou sendo levado a instituir um compulsório de 15% sobre os créditos concedidos, dada a relativa ineficácia dos elevados compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo. Mesmo assim, entre 1994 e

1995, houve um significativo aumento do crédito bancário privado de curto prazo, chegando esse a “ser responsável por 46,6% do total do ativo em 1994 e 44,1% em 1995”. (CORRÊA & ALMEIDA FILHO, 2001, p.13) Essa situação levou Paula et al. (2001, p. 305) a afirmarem que,

no início do Plano Real, o Brasil viveu um ciclo expansionista tipicamente minskyano, no qual os bancos alavancaram suas operações de crédito através da administração de seu passivo (gerenciamento de reservas e introdução de inovações financeiras), o que tornou a oferta de crédito (em boa medida) responsiva à demanda, possibilitando que o volume de crédito concedido em 1994/95 tivesse uma participação relativa de mais de 40% do total dos ativos, a despeito das fortes restrições monetárias.

Ao explicar a manutenção da rentabilidade dos principais bancos neste período, deve-se destacar também o papel desempenhado pelo significativo aumento das receitas provenientes de prestação de serviços, especialmente beneficiada pela liberalização da cobrança de tarifas, conforme pode ser visto na tabela 7

**TABELA 7 EVOLUÇÃO DAS TARIFAS BANCÁRIAS PARA OS DEZ MAIORES BANCOS NO BRASIL – 1993- 1997.**

Período	Dez/1993	Dez/ 1994	Dez/1995	Dez/1996	Dez/1997
Tarifas / Despesa					
administrativa	6,07	13,32	18,35	20,49	23,94
Tarifas / Receita					
operacional	0,46	2,41	3,91	5,88	5,19

Fonte: VIDOTTO (2002).

Além disso, uma vez que os principais elementos do Plano Real já haviam sido anunciados cerca de um ano antes de sua implementação final, Corrêa & Almeida Filho (2001) ressaltam ainda que na “virada do Real (1994/1995), a maioria dos bancos ganhou muito dinheiro especulando com o dólar. Os bancos de



atacado, por serem mais agressivos nas operações de tesouraria, obtiveram grandes lucros e os bancos de varejo, por serem mais conservadores, ganharam menos”.  
(p.13)

## 5.2 A CRISE E A REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO: CONCENTRAÇÃO BANCÁRIA E INTERNACIONALIZAÇÃO DO SETOR

A política monetária restritiva adotada pelas autoridades monetárias no início do Plano acabou por reforçar a tendência de queda do ritmo de crescimento econômico do país, que começava a aparecer já em 1995. O cenário econômico recessivo de 1995, somado à manutenção de uma taxa de juros bastante elevada, reduziu fortemente a capacidade dos devedores de saldar suas dívidas. Diante desse quadro, a inadimplência no setor bancário aumentou substancialmente, especialmente no segundo semestre de 1995, após a crise do México. De acordo com Paula et al., (2001), para os 10 maiores bancos múltiplos privados<sup>30</sup>, o grau de inadimplência (total de créditos em atraso e em liquidação sobre o crédito efetivo) passa de um patamar de 5% em julho de 1994 para algo ao redor de 17% em novembro de 1995.

Dessa forma, embora no primeiro momento do Plano Real o setor bancário tenha sido capaz de se adaptar ao novo contexto macroeconômico, através de uma postura mais ousada de aumento no seu nível de crédito; essa postura se tornou mais conservadora após o delineamento de uma crise bancária em 1995<sup>31</sup>. Nesse contexto,

---

<sup>30</sup> PAULA et al. (2001) trabalham com os dez grandes bancos privados no período de 1994/98. Os bancos são: América do Sul, Bandeirantes, BCN, Boavista, Bradesco, HSBC Bamerindus, Itaú, Mercantil de São Paulo, Noroeste, Unibanco.

<sup>31</sup> Deve-se ressaltar, contudo, que boa parte da expansão do crédito, no início do Plano Real, se deu fora do sistema bancário, por meio, por exemplo, de empresas de *factoring*, que realizavam

evidenciou-se a fragilidade tanto dos vários bancos que haviam entrado no mercado a partir de 1988, apenas com o intuito de servir de balcão de aplicações, como daqueles que não conseguiram se ajustar ao fim da inflação e, conseqüentemente, à perda dos ganhos de *floating*<sup>32</sup>. Além disso, a intervenção nos bancos Nacional e Econômico provocou a perspectiva da instauração de uma crise bancária<sup>33</sup>.

A partir de 1995, o que se observa é um cenário de crescente fragilidade macroeconômica, marcada por um brutal aperto de liquidez, juros altos e recorrentes choques externos, a partir da crise mexicana, e elevado grau de inadimplência dentro do setor bancário. Diante da forte ameaça de uma crise bancária em 1995/96, inicia-se a reestruturação do setor bancário brasileiro, baseado em duas grandes alterações: o aumento da concentração bancária e a internacionalização do setor, ambas interligadas.

### 5.2.1 A concentração bancária

A fim de evitar uma crise de insolvência e possibilitar o processo de reestruturação do sistema bancário, as autoridades governamentais implementaram o PROER, Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro, em 1995, e o PROES, Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária, além do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), em agosto de 1996.

---

principalmente descontos de cheques pré-datados. Estas firmas, por não serem consideradas instituições pertencentes ao sistema financeiro nacional, não estavam sujeitas à regulamentação do Banco Central (De PAULA, ALVES Jr & MARQUES, 2001; p.9).

<sup>32</sup> A Reforma Financeira de 1988 buscou facilitar a emissão de cartas patentes e legalizar os bancos múltiplos (os quais, na prática, já operavam no mercado), o que possibilitou o ingresso de novos bancos. A Reforma, embora tenha acarretado um crescimento no número de bancos (porém, após 1995 o setor passou por uma nova fase caracterizada por uma onda de fusões, incorporações e desaparecimento de alguns bancos) não foi capaz de alterar a lógica especulativa dominante no sistema bancário, de tal forma que “vários dos novos bancos que entraram no mercado o fizeram essencialmente para funcionar como mercados de balcão e ganhar com os ganhos de *floating*” (CORRÊA & ALMEIDA FILHO, 2001; p.8).

<sup>33</sup> Sobre a crise nesses dois bancos ver CARVALHO & OLIVEIRA (2002).

O PROER foi instituído como um mecanismo de financiamento para que instituições saudáveis pudessem absorver bancos em dificuldades. Através do PROER, os passivos e ativos recuperáveis das instituições insolventes são transferidos para outras instituições, enquanto os débitos irrecuperáveis são absorvidos pelo Banco Central. Além disso, o Banco Central também financia a absorção pelos bancos adquirentes da parcela recuperável da carteira da instituição insolvente (FREITAS, 1998). Dessa forma, através dos referidos programas, o Estado arca não apenas com o ônus do ajuste, mas também com o próprio movimento de encerramento de bancos que não conseguiram se ajustar ao novo contexto macroeconômico de perda dos ganhos inflacionários.

Através da implementação desses programas, a partir de 1995, começa a se delinear a primeira das transformações que iriam alterar a configuração do sistema bancário nacional: o crescimento da concentração do setor bancário.

A redução do número de instituições financeiras ocorreu através de processos de transferência de controle, incorporações, cancelamentos e liquidações, financiados, em grande medida pelo PROER. Como resultado de todo este processo, entre 1994 e 1998, 40 bancos haviam sido eliminados, conforme mostra a tabela 8.

TABELA 8 - REDUÇÃO DO NÚMERO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL – 1988 –1998.

Tipos de Instituição	Dez/ 1988	Jun/1994	Dez/1998
Bancos Públicos Federais	6	6	6
Bancos Públicos Estaduais	37	34	24
Bancos Privados Nacionais	44	147	106
Filiais de Bancos estrangeiros			
(comercias)	18	19	16
Bancos com controle estrangeiro	7	19	36
Bancos com participação			
estrangeira	5	31	23
Bancos de Investimentos	49	17	22
Total do Sistema Bancário			
Nacional	166	273	233

Fonte: Tabela elaborada a partir de PUGA (1999).

Segundo Puga (1999), o aumento do número de bancos, de 166 em dezembro de 1988 para 273 em junho de 1994, ocorreu devido à conversão de instituições financeiras especializadas em bancos múltiplos, permitida pela Reforma de 1988. Ao final de 1998, no entanto, percebe-se uma significativa redução no número de bancos privados nacionais, públicos estaduais e bancos com participação estrangeira. No que diz respeito ao número de bancos com controle estrangeiro, o crescimento foi quase o dobro.

Corrêa & Almeida Filho (2001, p.9) destacam que o aumento da concentração não ocorreu apenas pela concentração patrimonial

no que tange à concentração bancária, a pesquisa Ranking FGV de Bancos, analisando a rentabilidade de 194 bancos comerciais e múltiplos para o ano de 95, verificou que se mantinha a concentração do mercado, que ficava refletida no fato de que 25 bancos detinham 81% do ativo total da amostra de 194 bancos considerados na pesquisa.

A concentração bancária não é, em si, uma novidade no país. Segundo Corrêa & Almeida Filho (2001), a grande novidade na década de 1990 está no fato de que a concentração vem ocorrendo a partir de uma mudança de propriedade dos bancos, com maior participação dos bancos estrangeiros em detrimento da participação de bancos estaduais. De fato, tem havido uma mudança na composição da propriedade dos bancos no Brasil: “um crescimento da participação de Bancos estrangeiros e uma perda de participação dos Bancos Oficiais”. (CORRÊA & ALMEIDA FILHO, 2001; p.10) Pode-se, portanto, constatar que o aumento da participação do setor privado e, principalmente, de bancos estrangeiros, é de fato uma mudança estrutural na configuração do sistema bancário operando no Brasil.

#### 5.2.2 A internacionalização do setor bancário

Além do movimento de crescimento da concentração bancária, a outra grande transformação ocorrida no desenho do sistema bancário nacional foi a crescente desnacionalização do setor, através da entrada dos bancos estrangeiros no sistema bancário nacional. Deve-se ressaltar, no entanto, que a concentração bancária e a internacionalização do sistema bancário estão intimamente interligadas, uma vez que o próprio movimento de fusões e aquisições de bancos nacionais pelos bancos estrangeiros implica num aumento do grau de concentração bancária.

A mudança da propriedade do sistema bancário decorre de uma mudança no tratamento legal conferido ao capital estrangeiro no sistema financeiro nacional. A Constituição de 1946 não apresentava distinção entre bancos nacionais e estrangeiros, possibilitando, do ponto de vista legal, o livre acesso de bancos estrangeiros ao sistema financeiro brasileiro. A reforma do sistema financeiro de

1965-66 estabeleceu, no entanto, que a entrada de capital estrangeiro passaria a ser limitada pelas autoridades monetárias. A entrada de bancos comerciais estrangeiros passou a ser conduzida pelo princípio de reciprocidade, mediante o qual a entrada de instituições bancárias estrangeiras era autorizada exclusivamente às instituições originárias daqueles países que permitissem a entrada de bancos brasileiros em seus sistemas financeiros<sup>34</sup>. No entanto, apesar das restrições legais existentes na época, durante o processo de internacionalização bancária (ocorrido na segunda metade dos anos 60 e ao longo dos anos 70) a presença dos bancos estrangeiros no Brasil foi ampliada, uma vez que a expansão dos bancos brasileiros no exterior implicou na multiplicação dos acordos bilaterais e na aplicação do princípio de reciprocidade.

A Constituição de 1988, ao remeter a regulamentação do aumento da participação de investidores estrangeiros no sistema financeiro brasileiro à lei complementar, acabou por proibir a entrada de capital estrangeiro. O canal aberto à entrada das instituições financeiras estrangeiras no mercado brasileiro é o artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, o qual permite autorização nos casos de acordos internacionais, da aplicação do princípio de reciprocidades e sempre que o governo julgar de “interesse nacional”. Em agosto de 1995, num contexto de fragilidade crescente do sistema bancário nacional (através da Exposição de Motivos n.311 encaminhada pelo ministro da Fazenda ao presidente da República, e aprovada por este), o Governo brasileiro determinou serem do interesse nacional tanto a entrada como o aumento da participação de instituições estrangeiras no sistema financeiro nacional<sup>35</sup>.

---

<sup>34</sup> Freitas (1998) ressalta que, todavia, “a instalação de escritórios de representação era livremente admitida, não havendo nem mesmo a necessidade de solicitar autorização prévia às autoridades brasileiras” (p.102).

<sup>35</sup> FREITAS (1998) ressalta que, “ainda com o intuito de favorecer a entrada de capitais externos no sistema financeiro nacional, em 16 de novembro de 1995, o CMN eliminou, por meio da Resolução n. 2.212, a exigência de que o capital mínimo de um banco estrangeiro fosse o dobro daquele exigido para um banco nacional. Esse requisito havia sido fixado em 1994, quando da adesão brasileira ao Acordo da Basileia, ocasião em que novos valores mínimos de capital para os bancos foram definidos pela Resolução CMN n. 20099 de 17 de agosto” (p.103).

Vários são os defensores da abertura do sistema financeiro brasileiro às instituições estrangeiras. Na Exposição de Motivos n.311/M.F., de 24/0/1995, apresentada pelo então Ministro da Fazenda, Pedro Malan, ao Presidente Fernando Henrique Cardoso, vários argumentos foram ressaltados a fim de justificar a importância para o desenvolvimento financeiro nacional da autorização da participação (ou do aumento do percentual) de capital externo no capital das instituições financeiras nacionais. Freitas (1998, p.128) destaca esses argumentos:

- “escassez de capitais nacionais para dar continuidade ao necessário processo de atualização tecnológica, que assegura melhor remuneração ao poupador e menor custo ao tomador de crédito, mediante a redução da margem de intermediação;
- elevados índices de qualidade dos serviços bancários prestados pelas instituições estrangeiras já presentes no Brasil;
- introdução de novas tecnologias de gerenciamento de recursos e inovações de produtos e serviços que resultarão em ganhos econômicos e, por consequência, maior eficiência alocativa da economia brasileira;
- eficiência operacional e capacidade financeira superiores dos capitais externos promoverão maior concorrência dentro do sistema financeiro nacional, com reflexos substancialmente positivos nos preços dos serviços e no custo dos recursos oferecidos à sociedade brasileira”.

Freitas (1998) também ressalta que não eram apenas os representantes do governo que argumentavam favoravelmente à ampliação da presença estrangeira no sistema financeiro brasileiro. Entrevistas realizadas com executivos financeiros de importantes bancos nacionais e estrangeiros operando no mercado bancário brasileiro mostraram que, para alguns representantes desse segmento, a internacionalização do sistema bancário era considerada positiva devido à possibilidade de melhoria na qualidade dos serviços, ao aporte de novas tecnologias, à redução dos *spreads* e à maior eficiência operacional. Além disso, os entrevistados consideravam que o ingresso de bancos estrangeiros beneficiava os clientes

brasileiros tanto em relação ao acesso ao mercado internacional de capitais, quanto ao assessoramento estratégico de operações de fusões e aquisições.

Ressalta-se, contudo, que mesmo entre os executivos financeiros que se mostraram favoráveis à entrada de capital estrangeiro no setor bancário nacional, parece não ser consenso o fato de que a internacionalização do setor bancário poderia resolver a questão do financiamento de longo prazo no país. Primeiramente porque o alongamento dos prazos a partir do repasse de recursos externos parece pouco provável, “pois, em geral, as captações externas dos bancos são operações de tesouraria, de arbitragem”. (FREITAS, 1998, p.130) Além disso, “a questão do financiamento de longo prazo terá de ser resolvida internamente com recursos domésticos, a partir da reforma previdenciária, que estimule o desenvolvimento dos fundos de pensão”. (FREITAS, 1998, p.130) Ainda segundo a autora, alguns dos entrevistados afirmaram também “que a redução dos *spreads* não depende do aumento da pressão concorrencial associada ao ingresso dos bancos estrangeiros, pois estes estão (e estarão) sujeitos às mesmas condições macroeconômicas que as instituições locais”. (FREITAS, 1998, p. 129) Na opinião desses entrevistados, a redução dos *spreads* cobrados nas operações em reais no mercado doméstico depende tanto da queda na taxa de juros básica da economia, como da queda no nível de inadimplência.

Outro argumento favorável à entrada de bancos estrangeiros no sistema financeiro, recorrentemente citado pelos seus defensores, seria a reconhecida capacidade de montar sistemas de avaliação e do controle de risco que os bancos estrangeiros presumivelmente possuem. Freitas (1998), contudo, ressalta, que não se deve superestimar a capacidade dos bancos em monitorar o risco envolvido em suas atividades, sejam esses bancos estrangeiros ou nacionais. De acordo com Freitas (1998, p.131-132),

a iniciativa de alguns dos grandes bancos internacionais em desenvolver sofisticados sistemas de avaliação dos riscos de crédito e de transação foi aprovada pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS). Em seus



esforços para aprimorar o controle prudencial do sistema bancário em âmbito mundial, esse organismo passou a defender que autoridades domésticas de supervisão apóiem a adoção de procedimentos semelhantes nos sistemas bancários nacionais. Todavia, reconhece que esses sistemas são limitados.

Como a própria autora ressalta, o “risco do negócio” é inerente à atividade bancária e decorre de decisões empresariais, as quais (embora os bancos possam exercer alguma influência) os bancos são incapazes de controlar inteiramente. Alguns riscos, portanto, podem estar além dos limites da prudência dos bancos com relação à formação de seus *portfólios*. Segundo Freitas (1998, p.132),

sem desqualificar os esforços de monitoramento e avaliação, é preciso reconhecer a capacidade limitada seja dos próprios bancos, seja da regulação e supervisão financeira, em controlar a qualidade dos créditos detidos pelo sistema bancário em face desse tipo de risco e do caráter inerentemente instável da atividade financeira.

Além disso, os bancos tendem a subestimar os riscos na fase de expansão da economia em decorrência da própria dinâmica concorrencial da atividade bancária. A autora (FREITAS, 1998, p.133) prossegue e afirma que:

E nesse movimento de busca incessante de valorização, (...), um banco que adote um comportamento mais prudente *vis-à-vis* seus rivais arrisque-se seriamente a perder fatias do mercado. Modificações nas condições macroeconômicas podem levar os bancos a racionar o crédito. Eles procuram reduzir suas exposições aos riscos de maneira tão abrupta que ameaçam sua própria solidez, sem se dar conta, dado que tal atitude pode conduzir à falência de seus devedores. Tal comportamento míope dos bancos, destacado por Keynes (1931) em um dos seus artigos sobre a crise de 1929, repetiu-se várias vezes nas últimas décadas, como comprovam os episódios da crise da dívida dos países em desenvolvimento no início dos anos 80 e o financiamento das transações imobiliárias nos países centrais (Estados Unidos, Japão, Reino Unido e, em menor grau, França) no final dos anos 80. Mais recentemente, a não-renovação das linhas de crédito bancário desempenhou papel central na propagação da crise dos países asiáticos, que teve início na Tailândia no mês de julho de 1997, e rapidamente se espalhou, por efeito de contágio e de regionalização dos riscos, para os demais países da região.

Vasconcelos et al. (2002) ressaltam, ainda, que um dos principais argumentos a favor do ingresso de bancos estrangeiros no Brasil é o de que os bancos estrangeiros possuem elevada experiência e técnica em operações de crédito adquiridas em seus países de origem. Dessa forma, a abertura aos bancos estrangeiros poderia contribuir no aumento do fornecimento do crédito. “Portanto, a esperança era a de que a migração para o Brasil de instituições bancárias originárias de economias em que a proporção de crédito em relação ao PIB fosse muito mais alta que a brasileira trouxesse junto esse mesmo nível de crédito”. (Moura, 1998 *apud* VASCONCELOS et al., 2002)

Num estudo crítico sobre o papel da entrada dos bancos estrangeiros no sistema financeiro doméstico, Carvalho et al. (2002, p. 64) afirmam que:

A expectativa de muitos analistas, inclusive a do governo, era que os bancos estrangeiros viriam para o Brasil com o objetivo de explorar o segmento de crédito, oferecendo, para isso, taxas de juros e prazos mais atraentes que os dos bancos nacionais. As armas que utilizariam para tanto seriam a maior *expertise* na concessão de crédito e os menores custos operacionais.

Resumindo, para os defensores da abertura do sistema financeiro às instituições estrangeiras, a entrada dos bancos estrangeiros aumentaria a qualidade dos serviços e a concorrência bancária. Uma vez que as instituições estrangeiras trazem consigo tecnologias de gerenciamento de recursos e inovações de produtos e serviços ao mercado brasileiro, um melhor serviço a um menor preço e com maior eficiência seria oferecido. Devido à concorrência, o setor bancário como um todo passaria a buscar maior eficiência operacional, o que ajudaria a reduzir os elevados custos bancários no Brasil.

Corrêa & Almeida Filho (2001) argumentam que os defensores da abertura do sistema financeiro aos bancos internacionais são, na verdade, conduzidos pela mesma lógica que norteia os processos de desregulamentação de mercado e da

abertura financeira. Dentro desta lógica, a entrada dos bancos estrangeiros acabaria por:

- facilitar a entrada de recursos externos no país,
- modernizar o sistema financeiro nacional, de forma a adapta-lo a operar numa economia com baixa inflação e voltada para a inserção internacional e,
- fortalecer o sistema financeiro nacional, “beneficiando o setor produtivo e o comércio exterior e inclusive alargando prazos e montantes de empréstimos” (p. 12).

Dentro desta lógica, acreditava-se que tão logo o problema “déficit público-inflação” estivesse solucionado, bastaria a modernização do mercado financeiro interno (mercado de crédito e de capitais) e a sua reintegração aos mercados financeiros internacionais para que ocorresse a retomada do financiamento aos investimentos.

O processo de internacionalização do setor bancário se deu tanto através da entrada de novas instituições como da expansão dos bancos estrangeiros que já atuavam no país. No que diz respeito à entrada de novas instituições no país, as três modalidades utilizadas foram: (1) a aquisição do controle acionário de entidades nacionais (incluindo as que já possuíam participação estrangeira), (2) o estabelecimento de subsidiária e/ou sucursal bancária e (3) a implantação de empresa de arrendamento mercantil e/ou distribuidora de títulos e valores mobiliários.

De acordo com Freitas (1998), entre outubro de 1995 e abril de 1998, 24 instituições financeiras estrangeiras foram autorizadas a se instalar no país, sendo 14 instituições bancárias comerciais ou múltiplas (das quais nove estão entre os 100 maiores bancos do mundo por capital), três bancos de investimentos e o restante, instituições financeiras não-bancárias ligadas, em sua maioria, a importantes grupos industriais.

O elevado número de instituições estrangeiras interessadas em ingressar no país levou o Banco Central a exigir o pagamento de um “pedágio” por parte das instituições estrangeiras entrantes, o qual seria utilizado como uma contribuição para a recuperação dos recursos públicos utilizados no saneamento do sistema financeiro. O valor do “pedágio” foi definido em função do capital mínimo exigido para cada modalidade de instituição financeira. Em julho de 1999, o Banco Central substituiu o pagamento do “pedágio” por outras exigências, tais como, “nível mínimo de *rating* no mercado internacional, manutenção de determinado nível de linhas de crédito externo, determinado aporte de capital e transferência de tecnologia”. (FREITAS & PRATES, 2001, p. 97) Além disso, na mesma época, o governo acabou por proibir a entrada de instituições estrangeiras mediante a criação de novas instituições no país, visando a estimular a participação de capital estrangeiro tanto na aquisição de instituições já existentes como nos processos de privatização das instituições públicas<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Embora a análise dos bancos públicos não seja objeto dessa pesquisa, destaca-se que esses também passaram por profundas mudanças, principalmente os bancos estaduais, os quais estão praticamente deixando de existir, ou porque estão sendo privatizados, ou porque estão se transformando em agências de fomento.

TABELA 9 PARTICIPAÇÃO EM % DOS BANCOS ESTRANGEIROS NO SISTEMA BANCÁRIO NACIONAL : 1994 – 1999.

Participação	Patrimônio	Depósitos	Ativos	Número de
				Agências
1994	9,57	4,58	7,16	2,01
1995	13,08	5,4	8,39	2,02
1996	10,29	4,36	9,79	2,42
1997	14,29	7,54	12,82	9,83
1998	21,86	15,14	18,38	14,91
1999	25,46	16,80	23,19	19,45

Fonte: Elaborada a partir de *Informações Fipe*, n. 239, agosto, p. 6, 2000. Dados extraídos do Banco Central do Brasil.

A tabela 9 permite uma avaliação do grau da ampliação da participação das instituições estrangeiras no sistema bancário nacional. Com relação à ampliação do número de bancos estrangeiros no sistema bancário brasileiro, observa-se uma acentuada participação do número de agências estrangeiras no sistema bancário nacional, desde 1994 até 1999. Além disso, as aquisições de importantes instituições nacionais, a partir de 1997, explicam o acentuado aumento da participação estrangeira no patrimônio líquido do setor. A participação estrangeira nos depósitos do sistema bancário nacional também foi crescente ao longo do período, com exceção do ano de 1996. Finalmente, no que diz respeito ao ativo total do setor bancário nacional, a participação do setor estrangeiro aumentou de 7,16% 1994 para 23,19% em 1999.

### 5.3 INDICADORES DA *PERFORMANCE* DO SETOR BANCÁRIO APÓS A REESTRUTURAÇÃO

A avaliação dos efeitos da abertura do sistema bancário nacional às instituições estrangeiras requer que se leve em consideração a dupla dimensão das instituições bancárias numa economia capitalista. Por um lado, os bancos são agentes econômicos submetidos à lógica da valorização da riqueza num mundo incerto e no qual decisões são irreversíveis (FREITAS, 1997). Os bancos compartilham da mesma lógica de concorrência capitalista que qualquer outro agente econômico e, portanto, possuem preferência pela liquidez e expectativas relativas ao futuro, norteando suas estratégias de valorização. Por outro lado, a atividade bancária é indispensável ao dinamismo do capitalismo, não apenas porque os bancos “ocupam um lugar central no processo de criação monetária na economia capitalista moderna, em que a moeda de crédito é o principal meio de liquidação dos contratos econômicos” (FREITAS, 1997, p.62), mas também porque o *finance* necessário para o investimento é decorrente da atividade bancária.

Neste sentido, a *performance* do sistema bancário brasileiro será avaliada em sua dupla dimensão. Primeiramente, através de indicadores de eficiência que captam o desempenho do setor como reflexo da procura de novas fontes de lucro por parte dos bancos individuais. Por outro lado, busca-se, também, avaliar o impacto da reestruturação do sistema bancário do país após a entrada de instituições estrangeiras e após o aumento do seu grau de concentração, no desempenho do papel indispensável do sistema bancário para o dinamismo da economia capitalista, ou seja, no fornecimento de crédito aos outros agentes econômicos.

### 5.3.1 Critérios de eficiência

O ingresso dos bancos estrangeiros no mercado bancário nacional aumentou a concentração bancária e a competição entre os agentes, levando a uma maior busca de ‘eficiência’ de mercado, entendida como sendo a busca por custos operacionais mais baixos. Como indicadores de eficiência, a pesquisa escolheu dois índices para aplicar aos bancos selecionados: a alavancagem<sup>37</sup> e a rentabilidade<sup>38</sup>.

O grau de alavancagem representa um índice de eficiência importante na medida em que ele reflete a capacidade da instituição de alavancar posições ativas com recursos de terceiros. Indica, dessa forma, se os bancos estão adotando uma postura financeira mais agressiva e arriscada, visando a financiar suas operações ativas. Posturas mais arriscadas são tomadas em contextos de menor aversão ao risco, o que corresponde a períodos de otimismo em relação aos negócios e à economia em geral. Quanto maior o grau de alavancagem, portanto, menor a aversão ao risco da instituição. Por outro lado, um alto grau de alavancagem implica que a instituição tem baixa aversão ao risco e assume um risco de liquidez maior. Contudo, essa instituição está mais propensa a uma potencial insolvência, caso o valor de seus ativos caia de forma intensa e abrupta.

A tabela 10 mostra a evolução do grau de alavancagem por tipos de instituição.

---

<sup>37</sup> O grau de alavancagem é medido pela proporção do passivo total menos patrimônio líquido em relação ao patrimônio líquido.

<sup>38</sup> A rentabilidade é calculada pela proporção do lucro líquido sobre o patrimônio líquido.

TABELA 10 GRAU DE ALAVANCAGEM (MÉDIA) DOS BANCOS SELECIONADOS POR SETOR, 1994 – 1999.

Instituições	Privadas Nacionais <sup>(1)</sup>	Privadas Estrangeiras <sup>(2)</sup>
Dez./94	4,85	7,12
Dez./95	6,02	8,28
Dez./96	6,80	10,14
Dez./97	7,78	10,87
Dez./98	8,50	10,31
Dez./ 99	7,67	7,76

Fonte: Tabela elaborada a partir de VASCONCELOS *et al.*, 2002.

Notas: (1) Grupo Bradesco, Grupo Itaú, Grupo Unibanco, Safra, BBA-Creditanstalt e Votorantim.

(2) Grupo Santander BR, Grupo ABN ANRO, Grupo BankBoston, Grupo HSBC, grupo Citibank, Grupo Bilbao Vyscaya e Grupo Loyds.

Percebe-se que de dezembro de 1994 a dezembro de 1997, ocorre um aumento do grau de alavancagem nos dois grupos. De dezembro de 1994 a dezembro de 1995, o crescimento no grau de alavancagem, devido à adoção de uma postura mais agressiva por parte dos bancos no início do Plano Real, pode ser explicado por duas razões. Primeiramente, o período caracteriza-se pelo ajustamento do sistema bancário brasileiro ao fim das receitas inflacionárias, através da expansão do crédito, pelo crescimento acentuado da demanda por empréstimos por parte das empresas e das famílias, e ao crescimento econômico. Em segundo lugar, o aumento no grau de alavancagem neste período reflete, também, a gradual adaptação dos bancos no Brasil às regras do Acordo de Basiléia, referentes às exigências de mínimos de capital (que será visto mais adiante). A partir de 1997, o grau de alavancagem média dos bancos privados nacionais e estrangeiros se reduz. A crise asiática, em 1997, a russa, em 1998, e a deterioração do cenário



macroeconômico que se estabelece desde então, explicam a adoção de uma postura mais conservadora, levando os bancos a assumirem posições mais conservadoras no país, principalmente devido ao temor de que os ativos denominados em moeda nacional perdessem valor em dólar.

Observa-se ainda que, conforme já mencionado anteriormente, os bancos estrangeiros, a partir de 1998, passam a adotar uma postura tão conservadora como os bancos nacionais, reduzindo seu grau de alavancagem para praticamente o mesmo patamar dos bancos nacionais<sup>39</sup>.

O segundo índice a mediar a eficiência do setor é o de rentabilidade, calculado pela proporção do lucro líquido sobre o patrimônio líquido e mede a capacidade que a instituição tem de, administrando seus ativos e passivos, gerar renda para os seus acionistas, ou seja, a taxa de retorno para os proprietários de seu capital. Os resultados estão indicados na tabela 11.

**TABELA 11 RENTABILIDADE DOS BANCOS SELECIONADOS**  
(EM R\$ MILHÕES DE DEZ/98), 1994 – 1998.

Período	Lucro Líquido	Patrimônio Líquido	Rentabilidade
1994	2.021	14.07	14,36 (%)
1995	2.040	17.18	11,87 (%)
1996	2.126	17.25	12,32 (%)
1997	1.419	16.61	8,54 (%)
1998	3.033	18.66	16,26 (%)

Fonte: Tabela elaborada a partir de PAULA, *et al.* (2001).

Nota: Os bancos selecionados são: América do Sul, Bandeirantes, BCN, Boavista, Bradesco, HSBC, Bamerindus, Itaú, Mercantil de SP, Noroeste e Unibanco.

<sup>39</sup> VASCONCELOS et al (2002) mostram que, de fato, após 1998, o grau de alavancagem dos bancos estrangeiros começa a se reduzir e após dezembro de 2000, chega a níveis inferiores aos dos bancos nacionais.

Os dados apresentados na tabela 11 mostram que os principais bancos privados operando no país apresentaram uma alta taxa de rentabilidade patrimonial acima de 11% no período entre 1994 e 1998, com exceção do ano de 1997. “Sem dúvida, um índice de desempenho satisfatório e bastante próximo aos observados na década de 70”. (PAULA, et al., 2001; p.314)

### 5.3.2 O sistema bancário brasileiro e a oferta de crédito

Como já visto anteriormente, a expectativa do governo e dos defensores da abertura financeira era de que a estabilidade da moeda, a internacionalização e a reestruturação bancária, facilitada pelos recursos do PROER, provocariam o ajustamento dos bancos de modo que estes acabariam por expandir suas operações de crédito como forma de compensar a perda das receitas decorrentes dos ganhos inflacionários. Essa expectativa era reforçada pelo fato de o estoque de crédito bancário brasileiro equivaler a apenas 29% do PIB em 1993. Segundo Soares (2001), essa relação atingia “160% nos Estados Unidos, 143% no Japão, 130% na Eurolândia, 73% nos países asiáticos emergentes, 51% na Europa emergente e 39% na América Latina, com destaque para os 60% observados no Chile”. (p.5) Haveria, portanto, espaço para o crescimento do crédito no caso brasileiro.

A ampliação da presença estrangeira no sistema bancário brasileiro e as modificações que essas geraram no âmbito do mercado bancário nacional não tiveram, contudo, o impacto esperado pelos seus defensores em termos de aumento da oferta de crédito, redução dos custos do crédito e alongamento dos prazos das operações de crédito.

Observa-se que, no que diz respeito à relação crédito bancário e PIB, no período entre 1993 a 2000, houve uma queda na participação do crédito bancário em relação ao produto interno bruto brasileiro, o qual estava no patamar de 29,2%

em 1993 e caiu para 26,9,7% em 2000, mesmo após a entrada dos bancos estrangeiros no sistema financeiro doméstico.

Como já visto anteriormente, no início do Plano Real houve um forte crescimento nas operações de crédito, apesar da política restritiva adotada pelas autoridades monetárias (como já mencionada anteriormente). De fato, a expansão econômica ocorrida no início do Plano Real, associada à necessidade de buscar fontes alternativas aos ganhos perdidos com a estabilização da moeda, levou os bancos a expandirem suas receitas com operações de crédito, as quais dobraram entre 1994 e 1995. (PAULA et al., 2001) Ressalta-se, no entanto, que a elevação das operações de crédito já vinham ocorrendo antes mesmo do Plano Real. De janeiro de 1989 a junho de 1994, os bancos privados haviam ampliado sua participação no mercado de crédito, respectivamente, de 10% para 42%<sup>40</sup>. (SOARES, 2001, p.17)

A partir de 1996, devido à ameaça de uma crise bancária em 1995, a instabilidade do nível de atividade econômica e o aumento do nível de inadimplência, começa a desaceleração nas operações de crédito, que se intensifica no período 1997/98.

A tabela 12 mostra a evolução do crédito no país e permite algumas conclusões no que diz respeito do papel dos bancos privados, nacionais e estrangeiros, na oferta de crédito.

---

<sup>40</sup> SOARES (2001) contesta a afirmação de que o crédito tenha crescido após o Plano Real e defende o ponto de que “o crédito total, antes do Real, nos anos de 1992, 1993 e início de 1994, apresentou tendência de crescimento, e que após, de 1994 a 1999, perdeu esse comportamento, tendo permanecido estável. Em suma, constatou-se o oposto do que se esperava. A estabilidade além de não alavancar o crédito ainda deteve o crescimento que até então ocorria” (SOARES, 2001; p.22).

TABELA 12 OPERAÇÕES DE CRÉDITO – MAIORES BANCOS  
PRIVADOS DO BRASIL<sup>(1)</sup> (EM R\$ MILHÕES E EM  
%)

	1995	1995	1999	1999
Período	R\$ Milhões	(%)	R\$ Milhões	(%)
Bancos				
estrangeiros	2.901	5,82	28.178	31,84
Bancos privados				
nacionais	46.930	94,2	60.298	68,2
TOTAL	49.831	100	88.476	100

Fonte: Tabela elaborada a partir de CARVALHO *et al.*, 2002.

Nota: (1) Bradesco, Itaú, Unibanco, Bamerindus, Real, Econômico, BCN, Sudameris, América do Sul, Banrisul, Safra, Meridional, Citibank, BBA-Creditanstalt.

De acordo com a tabela acima, percebe-se que, de fato, os bancos estrangeiros aumentaram sua oferta de crédito, que passa de 5,82 %, em 1995, para 31,2 %, em 1999. Considerando-se que em 1995, o movimento de internacionalização do sistema bancário ainda não se havia consolidado no país, pode-se perceber que realmente o aumento da oferta de crédito é condizente com o aumento da entrada de instituições estrangeiras operando no país. No entanto, deve-se perceber que mesmo em 1999, após a redução do número de bancos nacionais (devido às fusões e incorporações) e o aumento dos bancos estrangeiros, os bancos nacionais ainda são os principais responsáveis pela oferta de crédito por parte dos bancos privados<sup>41</sup>.

Além disso, ressalta-se também que, no que diz respeito à questão do alongamento dos prazos das operações de crédito, no que se refere aos grandes

<sup>41</sup> Não podemos esquecer que o maior ofertante de crédito do sistema bancário nacional ainda são os bancos públicos, principalmente o BNDES.

bancos operando no país, são as operações de crédito de curto prazo que predominam no período 1994/98. Em média, apenas 23,6% do total de operações de crédito eram destinadas a empréstimos de longo prazo, enquanto os restantes 76,4% eram alocados em empréstimos de curto prazo (cálculo feito a partir de dados extraídos de PAULA *et al.*, 2001).

Apesar da queda dos empréstimos, a partir de 1996, a rentabilidade do setor bancário permaneceu elevada, como pode ser visto pelos dados anteriores. Diante desse fato, percebe-se que o setor bancário brasileiro foi capaz de, mais uma vez, se ajustar rapidamente a um novo contexto econômico, marcado não apenas por um cenário macroeconômico adverso, mas também, e principalmente, por um ambiente econômico, dentro do próprio setor bancário, distinto daquele do início do Plano Real. Nessa época, o setor já havia começado seu processo de reestruturação e internacionalização, tornando-se, conseqüentemente, mais competitivo.

Nesse sentido, a capacidade dos bancos operando no Brasil de se ajustarem ao novo contexto, marcado por uma conjuntura de instabilidade macroeconômica (especialmente a partir da crise asiática em 1998), e encontrarem rapidamente fontes alternativas de rentabilidade pode ser considerado um indício de que houve realmente uma modernização no sistema bancário, decorrente da maior competição dentro do setor.

Por outro lado, não se pode desconsiderar o fato de que, na verdade, o setor bancário brasileiro “manteve o seu comportamento histórico através do qual em momentos de aumento do risco dos empréstimos, substitui a oferta de crédito por aplicações em outros instrumentos capazes de continuar garantindo uma alta rentabilidade”. (CORRÊA & ALMEIDA FILHO, 2001, p.16)

Assim, parece muito significativo o fato de que o aumento dos títulos públicos em carteira no ativo dos grandes bancos múltiplos privados tenha crescido. Segundo Carvalho et al. (2002), para os bancos estrangeiros, no “biênio 1994/1994, a participação dos títulos e valores se situa acima dos 23% do total do ativo. Com a queda dos juros ao longo dos anos 1996 e 1997, a participação dos títulos e valores

chega a 12%. Daí em diante, essa rubrica atinge a casa dos 28,9% em 2000” (p.65). Os bancos privados nacionais tiveram um comportamento muito semelhante, “excetuando-se aí o fato de suas aplicações em títulos terem chegado, no fim de 1994, a 12% dos ativos: reflexo da remonetização de parte da dívida pública e do aumento dos empréstimos durante o primeiro semestre do Plano Real. A partir de 1995, a tendência inverteu-se” (p.65). Esse fato parece indicar que “os bancos se ajustaram à conjuntura de instabilidade macroeconômica, especialmente em 1998, adotando uma estratégia defensiva que visava a explorar as oportunidades de ganhos de arbitragem entre taxas de juros”. (PAULA *et al.*, 2001, p.313)

A tabela 13 mostra o aumento das operações com títulos e valores mobiliários nos ativos dos bancos.

TABELA 13 COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DOS BANCOS  
(EM %)

Período	1998	1999
Bancos Públicos		
Títulos e Valores Mobiliários	25,2	27,7
Operações de Crédito	32,2	29,8
Demais Contas	42,6	42,5
Bancos Privados Nacionais		
Títulos e Valores Mobiliários	22,2	25,5
Operações de Crédito	24,3	25,6
Demais Contas	53,5	48,9
Bancos Estrangeiros		
Títulos e Valores Mobiliários	25,4	27,5
Operações de Crédito	22,6	23,4
Demais Contas	52,0	49,2

Fonte: Tabela extraída de CARVALHO et al., 2002, elaborada a partir de dados da ANDIMA.

Pode-se perceber, a partir da tabela 13, que a expansão das aplicações em títulos tem como contrapartida uma redução na oferta de crédito. Segundo Carvalho et al. (2002, p.65),

os bancos estrangeiros mantiveram a participação das operações de crédito flutuando em um intervalo, cujo mínimo se situou em dezembro de 1994 (23%) e, o máximo, em dezembro de 2000 (25%). Já os bancos privados nacionais, depois de experimentarem um aumento significativo na participação das operações de crédito sobre o ativo, que atingiu a marca de 38% em dezembro de 1994, reduziram-na regularmente, como

que compensando o aumento dos títulos em carteira, chegando até 26% do ativo em 1999, para subir a 27,3% em 2000.

Uma segunda observação a ser extraída da tabela 13, é que a postura dos bancos estrangeiros em nada se diferenciou dos bancos nacionais. De fato, esses dados refletem a adoção de uma postura mais conservadora por parte dos bancos estrangeiros a partir dos momentos de crise e incerteza, postura semelhante ao comportamento dos bancos privados nacionais. A lógica dos bancos privados em momentos de instabilidade, sejam os bancos nacionais ou os estrangeiros, é a de expressar uma maior preferência pela liquidez.

Observa-se, no entanto, que, se por um lado, esse tipo de comportamento é característico da própria dinâmica bancária em período de instabilidade, por outro lado, para que os bancos sejam capazes de manter, ao mesmo tempo, rentabilidade e preferência pela liquidez, é necessário que exista a disponibilidade de instrumentos adequados a esse tipo de estratégia. Segundo Corrêa & Almeida Filho (2001), este tipo de comportamento só pode ser adotado porque o Estado desempenhou seu histórico papel de assumir o ônus da garantia da alta lucratividade em momentos de mudanças de indicadores. Ou seja, “permaneceu, como sempre, a lógica da busca de altos ganhos especulativos, com a perspectiva de que o Estado arcaria com o ônus da perda em momentos de mudanças dos indicadores” (CORRÊA & ALMEIDA FILHO, 2001, p.17).

De fato, a adoção por parte dos bancos deste tipo de estratégia conservadora, baseada na redução da oferta de crédito e no aumento das operações com títulos públicos, só se viabilizou devido à política econômica executada pelo governo. Por um lado, não se pode negar que as autoridades monetárias atuaram no sentido de tentar reverter essa tendência do setor bancário de encarecimento e redução da oferta de crédito. Assim, a redução da oferta de crédito, em favor do aumento das operações com títulos públicos, ocorreu apesar do Banco Central ter implementado um conjunto de medidas objetivando a redução das margens cobradas do tomador final e da busca da queda dos juros básicos da economia. A fim de promover a



redução dos *spreads* bancários, em outubro de 1999, reduziu-se o compulsório sobre os depósitos a prazo e à vista. Segundo o então Presidente do Banco Central, Armínio Fraga, essas mudanças nas normas levariam à redução dos juros e ao aumento da oferta de crédito. Posteriormente, outras reduções foram efetuadas. “Um ano depois de lançar esse pacote de medidas, o Banco Central anunciou nova rodada de mudanças. Reconhecendo desta forma que as inúmeras medidas adotadas não tinham surtido o efeito esperado”. (SOARES, 2001, p.5-6)

Por outro lado, a própria condução da política econômica impeliu o setor bancário a aumentar suas operações com títulos públicos. Diante da necessidade de captação de recursos externos e do fracasso do governo em controlar o déficit público, o governo viu-se obrigado a manter taxas de juros reais elevadas durante todo o período. A política de juros elevada levou ao crescimento acelerado das despesas com serviços da dívida, enquanto que a entrada de recursos do exterior obrigou as autoridades monetárias a adotar uma política de esterelização, com o intuito de reduzir pressões inflacionárias. O resultado dessas opções de política econômica foi o aumento do déficit público e a necessidade de novas emissões de títulos públicos, sempre com taxas de juros elevadas.

Além disso, a partir de 1997, buscando manter a política cambial vigente, o governo passou a ofertar crescentemente títulos públicos com correção cambial. Na medida que o sistema bancário possuía parte de seu passivo dolarizado, a oferta de títulos cambiais na ocasião se efetuou justamente com o intuito de oferecer uma oportunidade de *hedge* cambial, demandada pelos investidores externos, bancos e empresas. Na verdade, “os bancos já estavam utilizando os contratos futuros de DI e dólar na BM&F para proteger os clientes contra as oscilações dos juros e taxa de câmbio. Os bancos carregaram também os títulos públicos cambiais aparentemente para se proteger da desvalorização cambial que estava por vir indubitavelmente”. (CORRÊA & ALMEIDA FILHO, 2001, p.17) Nesse sentido, Paula et al. (2001; p.313) afirmam que

em dezembro de 1998 os bancos (públicos e privados) teriam cerca de US\$ 65,5 bilhões em títulos cambiais em suas carteiras, montante que superava em muito as obrigações externas do sistema bancário, ou seja, em US\$ 5,67 bilhões. (...) Estes dados mostram que os bancos estavam protegidos ante uma possível desvalorização cambial, e as informações veiculadas na imprensa mostram que eles tiveram elevados ganhos nos meses de janeiro e fevereiro de 1999 com a flexibilização da política cambial efetuada no início do ano e a desvalorização cambial ocorrida a seguir.

Desse modo, o governo, repetindo o mesmo papel desempenhado nos anos 1970 e início dos 1980, assumiu novamente o risco cambial dos agentes privados.

Neste ponto, creio ser interessante ressaltar a suposição exposta anteriormente, ou seja, a de que os bancos estrangeiros ingressantes no país, ao invés de adotar uma postura mais agressiva com relação à concessão e alongamento dos prazos do crédito bancário, terminaram por assumir comportamento semelhante ao dos bancos privados nacionais e estrangeiros que já operavam no país antes da flexibilização das condições da entrada dos bancos estrangeiros a partir de 1995. De fato, os bancos estrangeiros, assim como os bancos privados nacionais, vêm priorizando as aplicações em títulos públicos, os quais, devido ao elevado nível da taxa de juros, vêm possibilitando ao setor bancário brasileiro, como um todo, expressiva rentabilidade com baixa assunção de riscos. “Em 2000, os bancos estrangeiros adquiriram 52% do total de títulos emitidos pelo Tesouro como pelo Banco Central”, (FREITAS & PRATES, 2001, p. 100) o que demonstra que, ao longo do período, os novos bancos ingressantes no país vêm direcionando suas aplicações em ativos para títulos públicos, de forma a tornarem-se os principais compradores nos leilões primários. Os bancos são, portanto, agentes dinâmicos, impulsionados pela lógica concorrencial, sejam eles nacionais ou estrangeiros.

### 5.3.3 O impacto da abertura do setor bancário para o sistema bancário nacional

A avaliação da contribuição da entrada dos bancos estrangeiros para a *performance* do setor bancário brasileiro, como um todo, nos permite chegar a duas conclusões.

Primeiramente, é possível constatar que a mudança no controle patrimonial dos bancos e o aumento da concentração bancária de fato provocaram uma alteração estrutural no desenho do sistema bancário brasileiro<sup>42</sup>. A estabilização da moeda provocou um profundo ajuste no sistema bancário na segunda metade da década de 1990. A abertura financeira e o PROER têm sido os pilares desse ajuste, o qual gerou uma mudança estrutural no sistema bancário nacional, caracterizada por um forte movimento de concentração e desnacionalização dos bancos.

Uma vez aceito que houve de fato alteração estrutural na configuração do sistema bancário operando no Brasil, pode-se perceber que essa alteração gerou dois movimentos internamente. O primeiro deles diz respeito à resposta dada pelos bancos nacionais à pressão competitiva gerada pelo ingresso de bancos estrangeiros. Os grandes bancos nacionais, visando a fortalecer suas posições no mercado, também optaram pela aquisição de outras instituições. Esse foi o caso, por exemplo, do Bradesco, que adquiriu o BCN<sup>43</sup>, do Unibanco que comprou o Banco Nacional e o Banco Diben, e do Banco Itaú, que adquiriu o Banerj e o Bemge, através dos leilões de privatização. Além disso, o Itaú associou-se com o Bankers Trust.

Freitas & Prates (2001, p.99) ressaltam que

durante os sete anos do Plano Real, os três maiores bancos privados nacionais consolidaram sua liderança no sistema, mas houve significativas mudanças nas demais posições. Os bancos Bamerindus e Nacional, que ocupavam lugar de destaque em junho de 1994 (respectivamente, terceiro e quarto lugares), faliram, e tais posições eram ocupadas em dezembro de 2000 pelo Unibanco (comprador do Nacional) e pelo espanhol Santander que adotou uma postura agressiva de aquisição de bancos nacionais. Outros bancos estrangeiros também conquistaram maior espaço no sistema nacional. Enquanto em junho de 1994 havia apenas um (o Lloyds) entre os dez maiores bancos do país, em dezembro

<sup>42</sup>

Esse ponto é desenvolvido por CORRÊA & ALMEIDA FILHO (2001).

<sup>43</sup>

O BCN passava por dificuldades após ter adquirido Credireal

de 2000 seis deles ocupavam posições entre os dez maiores, dos quais dois, o Santander e o HSBC, são instituições de presença recente no país. No final de 2000, a aquisição do Banespa permitiu ao Santander avançar duas posições e assumir o terceiro lugar entre os dez maiores bancos privados no primeiro semestre de 2001.

Conclui-se, dessa forma, que alguns dos grandes bancos nacionais foram capazes de se ajustar à entrada dos bancos estrangeiros, mudando suas estratégias concorrenciais de forma a enfrentar positivamente a competição dos novos entrantes internacionais.

O segundo movimento ocorrido dentro dessa nova configuração do sistema bancário operando no Brasil diz respeito à atuação dos próprios bancos estrangeiros no mercado bancário nacional. Vários autores têm ressaltado em suas análises que a atuação dos bancos com controle estrangeiro no país não tem sido diferente da atuação empreendida pelos bancos privados nacionais, o que sugere, portanto, que outros fatores são mais determinantes na explicação do desempenho destes agentes do que propriamente a nacionalidade do controlador. A hipótese de vários autores (CORAZZA, 2000; CARVALHO, 2001) é de que os bancos estrangeiros, em certa medida, se adaptam ao ambiente e às condições encontradas no país em que se estabelecem. Ou seja, os impactos da entrada de agentes estrangeiros em sistemas bancários domésticos dependem das condições do setor previamente à entrada (VASCONCELOS et al., 2002). Corrêa & Almeida Filho (2001) e Carvalho (2001) afirmam que os bancos estrangeiros, ao operarem no mercado bancário nacional, acabaram desenvolvendo a mesma lógica de funcionamento dos bancos privados nacionais. No caso brasileiro, essa lógica é uma lógica especulativa, a qual está fundamentada na possibilidade de ganhos alternativos aos da oferta de crédito, principalmente do crédito de longo prazo. Dessa forma, contrariando todo o discurso otimista no que diz respeito à internacionalização do setor bancário, os bancos de controle estrangeiro operando no país não têm aumentado o volume de crédito a um custo reduzido; antes, eles têm preferido a opção de aplicação de recursos nos ativos

classificados com menor risco, ou seja, os títulos públicos federais, seguindo dessa forma o comportamento dos bancos nacionais.

Do que foi exposto até então, pode-se perceber que os bancos atuam como qualquer firma capitalista, tomando suas decisões de *portfólio* de acordo com suas expectativas de rentabilidade, de risco e sua preferência pela liquidez e tendo como principal objetivo a obtenção de lucro, independentemente da origem de sua propriedade. Dessa forma, o ambiente de instabilidade macroeconômica observada no país desde 1995, com recorrentes choques externos, as decisões das instituições bancárias privadas têm sido afetadas por um elevado grau de incerteza. A estratégia dominante da firma bancária tem sido conciliar rentabilidade, preferência pela liquidez e aversão ao risco, priorizando aplicações em títulos públicos federais que são ativos de menor risco, em detrimento às operações de crédito para o setor privado que, embora possam oferecer um elevado retorno, possuem também maior grau de risco de crédito, principalmente em um contexto de grande instabilidade macroeconômica. Não se trata apenas de uma estratégia conservadora, mas também de uma opção extremamente rentável, que só tem sido possível devido às políticas macroeconômicas seguidas pelo governo.

Resumindo, por um lado, a entrada de instituições estrangeiras estimulou tanto a revisão das estratégias concorrenciais tanto dos bancos nacionais, como também a dos bancos estrangeiros que já operavam no país, modificando a dinâmica destes. Por outro lado, os bancos estrangeiros ingressantes parecem estar adotando um comportamento semelhante ao dos bancos privados nacionais e estrangeiros que já operavam no país.

#### 5.3.4 A adesão ao Acordo da Basiléia<sup>44</sup>

Soares (2001) apresenta uma explicação alternativa para o comportamento insatisfatório do crédito bancário no Brasil. Esse autor defende a hipótese de que a adesão do Brasil ao acordo da Basiléia, em 1994, impeliu o setor bancário a aplicar em títulos públicos federais e, ao mesmo tempo, desestimulou as operações de crédito. A importância de se relatar esse estudo está em acreditarmos que essa explicação não é alternativa, mas completar.

A adesão do Brasil ao Acordo da Basiléia ocorreu em agosto de 1994, no mesmo momento em que a economia se estabilizava, sendo este mais um fator que passou a interferir diretamente nas operações dos bancos.

O Comitê da Basiléia foi criado em 1975 pelo BIS, com o objetivo de harmonizar os princípios de supervisão bancária em todos os países. O Acordo da Basiléia foi discutido e aprovado em julho de 1988 pelos representantes dos Bancos Centrais do grupo dos países denominados G10. O objetivo do Acordo é estabelecer um padrão comum na forma de determinação do capital dos bancos, visando a reduzir as diferenças entre as normas aplicáveis às instituições financeiras dos diversos países. Para tal, o Acordo padroniza o conceito de capital e estabelece os requerimentos mínimos para a capitalização dos bancos. Para padronizar o conceito de capital entre diversos bancos, o Acordo estabelece o que pode ser considerado como componente do capital, sendo a soma desses componentes denominada de Patrimônio Líquido Ajustado (PLA). Para estabelecer os requerimentos de capital dos bancos, o Acordo estabelece uma nova sistemática de cálculo do capital, onde são considerados vários ativos dos bancos e os seus riscos de perda. A partir dessa sistemática de cálculo estima-se, então, o capital que o banco deve ter, ou seja, o seu Patrimônio Líquido Exigível (PLE). Segundo Soares (2001, p.27),

nessa nova sistemática, o montante de capital de um banco é determinado em função de dois conceitos. O primeiro refere-se à razão capital-ativo –

---

<sup>44</sup> Esta seção está baseada em SOARES (2001).

corresponde ao inverso da alavancagem (...) e mostra a relação entre capital e ativo que o banco deve manter (...). O segundo conceito refere-se ao risco diferenciado das operações ativas. Assim, um banco que assume grandes riscos na sua carteira de empréstimos, por exemplo, deve ter mais capital do que se fosse mais conservador na sua política de empréstimos.

A adesão ao Acordo implica no compromisso, por parte da autoridade monetária do país, de exigir dos bancos nacionais um nível de capital compatível com o volume de suas operações ativas, ou seja, que o Patrimônio Líquido Ajustado (PLA) dos bancos seja igual ou superior ao Patrimônio Líquido Exigível (PLE). Assim, segundo Soares (2001, p.28),

para tanto, o Banco Central do país deve estabelecer quais contas do balancete patrimonial os bancos podem considerar como componente do capital ou seja, do PLA, e, além disso, deve fixar a alavancagem do sistema financeiro e estabelecer o risco – ponderação – dos vários ativos bancários, o que permite calcular o PLE.

Embora teoricamente os países que aderirem ao Acordo possam adotar valores próprios para estabelecer a alavancagem e o risco, o Acordo “recomenda” os seguintes critérios:

- um índice de alavancagem de no mínimo 12,5<sup>45</sup> (o que implica em manter um capital mínimo de 8% em relação ao ativo total ponderado pelo risco) e,
- as seguintes classificações de risco para os ativos: “disponibilidades, títulos federais, aplicações em ouro, títulos dos governos estaduais e municipais, e créditos –com, respectivamente, risco nulo, reduzido e risco normal, ou seja, ponderação de 0%, 10%, 20%, 50% e 100%” (SOARES, 2001; p.29).

---

<sup>45</sup> SOARES (2002) explica que a origem desse índice de alavancagem de 12,5 recomendado pelo Comitê da Basileia, está em estudos prévios dos 50 maiores bancos dos Estados Unidos, que apresentavam um índice próximo a esse.

Considerando-se que o BIS é o fórum internacional de discussões e iniciativas na área de supervisão e regulamentação bancária, e que, juntamente com o FMI e o Banco Mundial é considerada como uma instituição que supostamente busca manter a ordem financeira internacional, a adesão ao acordo não é obrigatória, contudo, é implicitamente exigida pela comunidade internacional. Por outro lado, o grau de liberdade de um país que aderir ao Acordo torna-se pequeno, uma vez que ele é obrigado a fixar normas mais rigorosas para o seu sistema bancário.

O Brasil só aderiu ao acordo em agosto de 1994, com a Resolução n. 2.099 do Banco Central. Através dessa resolução, estabeleceu-se a nova sistemática de cálculo do patrimônio Líquido Exigível (PLE) dos bancos em função do risco dos ativos, conforme recomendado pelo Acordo da Basiléia, embora o procedimento para o cálculo do Patrimônio Líquido Ajustado (PLA) só viesse a ser estabelecido em agosto de 1998, com a Resolução n. 2.543.

De acordo com Soares (2001), a “Resolução n. 2099 estabelece que as instituições financeiras que operam no Brasil devem calcular o capital exigível (PLE), considerando a razão capital-ativo igual a 0,08 (alavancagem de 12,5) e quatro classificações de risco dos ativos, com ponderação de 0%, 20%, 50% e 100%, a saber:

- 1) risco nulo – fator de ponderação 0% - atribuído aos ativos como recursos em caixa, reservas junto à autoridade monetária, títulos públicos federais (Letras Financeira do Tesouro, Letras do Tesouro Nacional, Notas do Tesouro Nacional, Letras do Banco Central, etc.) e reservas em moeda estrangeira depositadas no BC;
- 2) risco reduzido – fator de ponderação 20% - atribuído aos depósitos bancários de livre movimentação mantidos em bancos, aplicações em ouro, disponibilidades em moeda estrangeira e créditos tributários;



- 3) risco reduzido – fator de ponderação 50% - atribuído aos títulos estaduais e municipais, financiamentos habitacionais e aplicações no interbancário;
- 4) risco normal – fator de ponderação de 100% - atribuído às operações de empréstimos e financiamento (tais como os financiamentos rurais, agroindustriais, empreendimentos imobiliários, de infra-estrutura, de desenvolvimento, à exportação, entre outros), aplicações em ações, debêntures, obrigações da Eletrobrás, Títulos da Dívida Agrária (TDA), operações vinculadas a bolsas de valores, de mercadorias e futuros”. (SOARES, 2001, p.30-31)

Na prática, o que passou a ocorrer é que para cada R\$ 100,00 que os bancos estejam dispostos a aplicar em créditos, eles precisam ter R\$ 8,00 de capital. Contudo, para uma aplicação de R\$ 100,00 em títulos do governo federal, não é necessário nenhum comprometimento do seu patrimônio. “Ou seja, a limitação de os bancos comprarem títulos do governo federal passa a ser a sua capacidade de captar recursos a um custo inferior ao rendimento desses títulos”. (SOARES, 2001; p.31)

Ao longo dos últimos anos ocorreram várias alterações na Resolução n. 2.099 por parte do Banco Central, todas com o objetivo de aumentar, ainda mais, a segurança do sistema bancário nacional. “De modo geral, são alterações do índice de alavancagem e do nível de riscos dos ativos”. (SOARES, 2001, p.31) A Circular n.2.916, de agosto de 1999, elevou o risco do crédito tributário de reduzido para mais elevado, com isso a ponderação passou de 20% (Resolução n.2.099) para 300%. A Resolução n. 2.139, de 29/12/94, inclui na fórmula de cálculo do Patrimônio Líquido Exigido as operações de *swaps* e estabelece que essas operações têm risco maior, restringindo também a alavancagem dos bancos nas operações de *swaps*. “Finalmente, a Resolução n. 2.606, de maio de 1999, incorpora à fórmula de cálculo do PLE o risco das aplicações em ouro e em ativos e passivos referenciados em variação cambial. E estabelece que o total dessas operações não pode superar

60% do PLA”. (SOARES, 2001, p.32) Observa-se, contudo, que a cada alteração da Resolução n. 2.099 o limite do banco para aplicar em crédito era diminuído. Além disso, mesmo os bancos com folga para conceder crédito, podem não fazê-lo com receio de que uma próxima alteração nesta resolução os levem a aumentar o capital e/ou reduzir o volume de crédito.

Como já visto anteriormente, a principal alteração ocorrida na operacionalidade dos bancos decorrente da adesão do Brasil ao Acordo da Basileia tem sido a realocação dos recursos das aplicações bancárias, os quais passaram a privilegiar os ativos de pequena ponderação de risco em detrimento dos de elevada ponderação. Segundo Soares (2001), antes da adesão do Brasil ao Acordo da Basileia (em 1994), a proporção crédito-ativo total era praticamente estável. Após a adesão, contudo, a relação apresenta tendência à diminuição. Ou seja, após 1994, houve crescimento dos bancos, mas os créditos tiveram uma importância menor nesse crescimento. Por outro lado, o crescimento dos ativos dos bancos se deve basicamente ao crescimento da carteira de títulos públicos federais. De fato, “os bancos, desde a crise bancária de 1995, vêm realizando um ajuste profundo na sua estrutura patrimonial, expresso tanto na diminuição da alavancagem de suas operações ativas, em particular do crédito, como na elevação da participação relativa de títulos públicos na composição do ativo bancário”. (Antônio Alves, *apud* SOARES, 2001, p.36)

#### 5.4. CONCLUSÃO

No período de alta inflação, o sistema bancário brasileiro foi capaz de apresentar um desempenho bastante positivo, explorando as oportunidades de ganhos inflacionários, obtidos com as receitas com o *float*. A partir da introdução do Plano Real, e a conseqüente queda dos índices de inflação, os bancos tiveram de se adaptar ao novo ambiente macroeconômico. O ajuste inicial por parte do sistema bancário foi feito através do aumento da oferta de crédito. Ressalta-se, no entanto, que a opção por esse tipo de ajuste só foi possível devido à convergência

de três fatores conjunturais: o aumento da demanda por crédito por parte dos agentes econômicos, devido ao crescimento econômico ocorrido no início do Plano Real, o nível elevado da taxa de juros e o crescimento dos depósitos à vista também ocorrido no início do Plano Real.

A partir de 1995, com a perspectiva da instauração de uma crise bancária, inicia-se a reestruturação do setor bancário brasileiro, baseado em duas grandes alterações: o aumento da concentração bancária e a internacionalização do setor bancário.

Acreditava-se que como consequência da liberalização financeira, seja através da internacionalização do sistema bancário, ou seja por meio da reinserção dos bancos no mercado financeiro internacional através da colocação de títulos de dívida direta, fosse possível solucionar a grande fragilidade estrutural do setor financeiro brasileiro: a ausência de mecanismos privados domésticos de financiamento de longo prazo.

Percebe-se, no entanto, que embora o setor bancário brasileiro tenha se fortalecido e se consolidado, não ocorreram mudanças referentes à oferta de crédito para o setor produtivo. Além disso, não houve alteração na composição do *funding* do sistema bancário doméstico, uma vez que os recursos captados no exterior pelos bancos foram utilizados, em grande parte, em aplicações dos títulos públicos, principalmente aqueles indexados à variação cambial.

Ao se pensar nas razões que levaram o sistema bancário a optar por um tipo de estratégia que privilegia a liquidez dos títulos de dívida pública, em detrimento do crédito, alguns pontos devem ser destacados.

Em primeiro lugar, os bancos são agentes econômicos que buscam seus lucros, têm aversão ao risco e trabalham num ambiente marcado pela incerteza, buscando, assim, sempre conciliar risco e lucratividade em suas decisões de *portfolio*. Logo, dadas as incertezas geradas pela fragilidade macroeconômica que tomam conta do país a partir da segunda metade da década, a opção por operações de títulos públicos indexados ao câmbio, parece bastante coerente.

No que diz respeito ao governo, a crença num projeto de desenvolvimento baseado no espontaneísmo do mercado, não possibilitou que o governo atuasse criando oportunidades de investimentos de longo prazo. O projeto do governo estava baseado na crença de que o mercado bancário, após o fim da inflação, se auto-regularia em direção ao aumento do crédito como resposta à internacionalização e à reestruturação do setor. Além disso, a ausência de outras formas de financiamento do setor público o leva a garantir aos aplicadores em títulos públicos uma grande rentabilidade e sem riscos, mantendo a lógica de aplicação especulativa e de curto prazo.

## 6 OS INVESTIMENTOS DE *PORTFOLIO*

Uma vez considerado o papel que a internacionalização do sistema bancário desempenhou na modernização do setor e nas decisões de alocação de crédito, este capítulo e o seguinte pretendem discutir o papel pela abertura financeira na alteração do sistema financeiro doméstico. Para tal, serão analisados os canais através dos quais o capital externo financeiro entrou no país. Este capítulo tratará da entrada de recursos externos através do investimento em *portfolio*, enquanto que o seguinte discutirá o processo de securitização.

O retorno dos fluxos externos aos países endividados foi condicionado tanto pelas transformações ocorridas no cenário internacional, como por mudanças ocorridas dentro dos próprios países. O baixo patamar das taxas de juros internacionais, associado a uma conjuntura de recessão nos principais países desenvolvidos, proporcionava poucas oportunidades de valorização do capital, elevando excessivamente a liquidez internacional. Paralelamente a esse fato, ao longo da década de 1980, não só a legislação dos países desenvolvidos passava a facilitar a mobilidade de capitais financeiros, como dentro da própria dinâmica financeira desenvolveram-se novos produtos financeiros que possibilitaram ao investidor reduzir o seu risco, permitindo, assim, que os grandes investidores financeiros pudessem se lançar em mercados mais arriscados na busca de melhores oportunidades.

Uma das mais significativas formas de abertura financeira da economia brasileira consistiu na abertura do mercado de capitais doméstico ao investidor estrangeiro, através da entrada do investimento estrangeiro em *portfolio*. A entrada do investidor estrangeiro no mercado de capitais nacional traz, em si mesma, um potencial para a dinamização desse mercado de capitais. A questão a saber é: essa modernização foi suficiente para a consolidação de um modelo de financiamento interno?

## 6.1 A LEGISLAÇÃO E OS INVESTIMENTOS DE *PORTFOLIO*

A partir do final da década de 1980 e ao longo dos anos 1990, criou-se no Brasil um arcabouço jurídico, o qual permitiu sua inserção dentro da nova dinâmica do circuito financeiro internacional. Dessa forma, verificou-se no período a adoção de algumas medidas facilitadoras do ingresso de capital estrangeiro nos mercados financeiros, que foram, sem dúvida alguma, importantes tanto para o aumento extraordinário do lançamento de títulos denominados em moedas estrangeiras por parte das empresas brasileiras, como para a expansão, igualmente extraordinária da entrada de investidores internacionais no mercado de capitais brasileiro.

Uma das mais significativas formas de abertura financeira da economia brasileira consistiu na abertura do mercado de capitais doméstico ao investidor estrangeiro, através da entrada do investimento estrangeiro em *portfolio*. De acordo com a metodologia adotada pelo Banco Central do Brasil, ao longo da década de 1990, são classificados como recursos externos que entram no país através dos investimentos de *portfólio*:

1. os capitais externos que são aplicados em títulos emitidos por residentes e negociados no mercado financeiro doméstico (ações, por exemplo), e
2. os capitais externos que são aplicados em *Depositary Receipts* (DRs), que embora sejam certificados representativos de ações de empresas nacionais, são negociados no mercado financeiro internacional.

De acordo com o *Guia Prático Bovespa para Investimentos Estrangeiros de Portfólio* (2001), o investimento estrangeiro de *portfolio* no Brasil teve início com o Decreto-lei nº 1.401, de 1975, através da criação das companhias de investimento – capital estrangeiro, autorizadas a captar recursos no exterior com a finalidade de aplicar em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários emitidos por companhias brasileiras. Seus resultados foram, contudo, inexpressivos, devido não apenas à rigidez desse instrumento de investimento, mas também às crescentes dificuldades que o Brasil passou a enfrentar no setor externo a partir de meados dos anos 1970.

Mais tarde, em 1987, a Resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN nº 1.289, flexibilizou as regras para o investidor estrangeiro de *portfolio* por meio de veículos coletivos de investimento regulados por três Anexos: Sociedade de Investimento – Capital Estrangeiro (Anexo I); Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro (Anexo II); Carteira de Investimento – Capital Estrangeiro (Anexo III). A nova regulamentação representou um importante avanço rumo à abertura do mercado, mas os constrangimentos do setor externo e a maior competitividade de mercados alternativos, mais uma vez, impediram o aumento do influxo de recursos externos por meio desses anexos (BOVESPA, 2001).

O grande estímulo para que os investidores estrangeiros pudessem transacionar no mercado financeiro doméstico, no entanto, veio através da Resolução do Conselho Monetário Nacional n.1.832, de 28.05.91, a qual instituía o Anexo IV à Resolução n. 1.289/87, disciplinando a carteira de investimento direto de investidores institucionais estrangeiros e permitindo a esses investidores a aquisição de ações e títulos de renda fixa. O Anexo IV disciplina os investimentos estrangeiros em títulos e valores mobiliários de companhias abertas sem sujeitá-los aos critérios de composição, capital mínimo inicial e período de permanência, permitindo, também, a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico. Além disso, define o investidor institucional de forma bastante ampla, classificando-os como fundos de pensão, companhias de seguro, instituições financeiras estrangeiras, fundos de investimentos constituídos no exterior, etc. Ao adotar essa ampla definição para o investidor institucional estrangeiro, “o Anexo IV concede liberdade ao investidor na constituição das carteiras e garante enquadramento no Decreto n. 2.285, que isenta os investidores estrangeiros coletivos de tributação sobre os ganhos de capital em ações”. (PRATES,1999b, p.19)

O Anexo IV permite que as carteiras dos investidores estrangeiros sejam compostas basicamente por ações de companhias abertas, compradas nas bolsas ou em subscrição pública. Inicialmente, a legislação permitia também que os

investidores institucionais aplicassem também em títulos de renda fixa e moedas de privatização através do Anexo IV. Posteriormente, as modalidades de investimento foram separadas do Anexo IV e os investidores estrangeiros passaram a acessar o mercado brasileiro também através da aquisição de cotas de fundos de investimento.

Existem atualmente 4 tipos diferentes de fundos: (PRATES, 1999b, p.26)

- Os Fundos de Privatização – Capital Estrangeiro foram instituídos exclusivamente para a aquisição de papéis de empresas em processo de privatização e de moedas de privatização.
- Os Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro (FRFCE) buscam oferecer aos investidores a possibilidade de investimento em um conjunto de aplicações de renda fixa. Segundo FORTUNA (1997), as aplicações nessa modalidade devem ser compostas de: a) no mínimo, 35% em títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central; b) no máximo de 20% de títulos em renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras, cotas de FIF e FAC, e outros valores mobiliários de renda fixa, ou em mercados organizados de derivativos e de liquidação futura<sup>46</sup>.
- Os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes são formados pelos valores mobiliários de empresas com elevado potencial de crescimento.
- Os Fundos de Investimento Imobiliários são compostos de valores destinados a empreendimentos no setor imobiliário.

Em 1992, foi instituído o Anexo V, permitindo o lançamento dos *Depositary Receipts* (DRs). Os DRs (*Depositary Receipts*) são certificados representativos de valores mobiliários emitidos por companhias brasileiras, para negociação em bolsas de valores exteriores e que podem ou não estar associados a uma emissão primária de ações. São denominados de ADRs (*American Depositary Receipts*), os

---

<sup>46</sup> Em 2000, a Resolução nº 2.689 de 26 de janeiro de 2000, liberou aos investidores estrangeiros todos os instrumentos e modalidades operacionais dos mercados financeiros e de capitais disponíveis no país, eliminando, dessa forma, qualquer restrição à participação do capital estrangeiro nas aplicações de renda fixa.



certificados emitidos nos Estados Unidos, e de GDRs (*Global Depositary Receipts*) os que são emitidos no mercado europeu.

Para lançar um ADR, a companhia emite ações no Brasil e deposita essas ações em um banco. Esse banco atuará como custodiante. Além disso, existe um banco no exterior que atuará como depositário. Com base nesse lastro, o banco depositário emitirá as ADRs (RUDGE & CAVALCANTE, 1996).

Nos Estados Unidos existem três níveis de ADRs, cada um com “exigências crescentes de transparência e adequação às normas da *Securities and Exchange Commission* (SEC), a CVM americana, das bolsas locais e da USGAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*), que estabelece os princípios contábeis americanos”. (FORTUNA, 1997, p. 326) A DR nível I permite o pedido de isenção de adequação às regras da SEC, mas não permite a captação de recursos pela empresa emissora, ou seja, ações que vão lastrear os ADRs já devem existir no mercado secundário. Tem a vantagem de ser mais barato do que os outros, pois não exige taxa de *underwriting* nem alterações no balanço para atender às exigências americanas. O ADR de nível II, também não permite a captação de dinheiro, mas, como habilita a empresas a se listar nas bolsas americanas, implica na adequação às normas da SEC e da ESGAAP. Os ADRs de nível I e II, apesar de não possibilitarem a obtenção de recursos, contribuem para aumentar a visibilidade da empresa e facilitar a entrada de parceiros estratégicos estrangeiros. O ADR de nível III envolve a oferta pública de valores mobiliários no mercado americano, ou seja, a emissão primária de ações. Permite, portanto, o levantamento de recursos. No entanto, os custos para atender aos critérios da SEC e da bolsa de Nova Iorque são elevados. Por último, existe o programa ADR restrito (Regra 144A), o qual permite ao investidor não só o levantamento de capital por meio da emissão primária de ações, mas também a negociação secundária dos papéis. Ele, também, não traz as exigências das adaptações contábeis da SEC, pois é destinado a investidores

institucionais qualificados, mas tem a grande vantagem de permitir a captação de novos recursos (FORTUNA, 1997).

O fato de que tanto suas cotações e transações são realizadas em dólares, como seus dividendos também são pagos em dólares e que portanto estes títulos não estão sujeitos ao risco cambial, transforma os DRs numa opção bastante atrativa de diversificação de *portfolio*, principalmente após a adoção do regime de câmbio flutuante, em janeiro de 1999.

Além disso, por serem títulos emitidos em países desenvolvidos, os *Depositary Receipts*, permitem que os investidores estrangeiros comprem ações das empresas de países em desenvolvimento oferecidas nas praças financeiras dos países desenvolvidos e lançadas dentro das regras destas praças, o que transmite ao investidor estrangeiro maior confiança em relação às regras, às quais tais títulos estão sujeitos. Outro fator importante de atração aos DRs é o menor custo de transação da NYSE (Bolsa de Valores americana) comparado com os custos de transação da Bovespa, pois, “além da menor comissão média (0,06%, contra 0,5%), os emolumentos da Bovespa são mais caros”. (FREITAS & PRATES, 2001, p.90)

Finalmente, um outro fato que contribuiu para transformar os DRs em aplicações interessantes na carteira do investimento de *portfolio* é o fato de o investidor estrangeiro possuir, legalmente, a opção de converter o seu DR por ações no mercado acionário brasileiro e, nesse caso, negociar as ações internamente, onde existe maior liquidez para tais papéis, podendo depois repatriar seu investimento. “Essa reversibilidade das operações abre a possibilidade de ganhos de arbitragem por parte do investidor estrangeiro, a serem obtidos com a diferença entre o preço do DR no exterior e o da ação no mercado local”. (PRATES, 1999a, p.71)

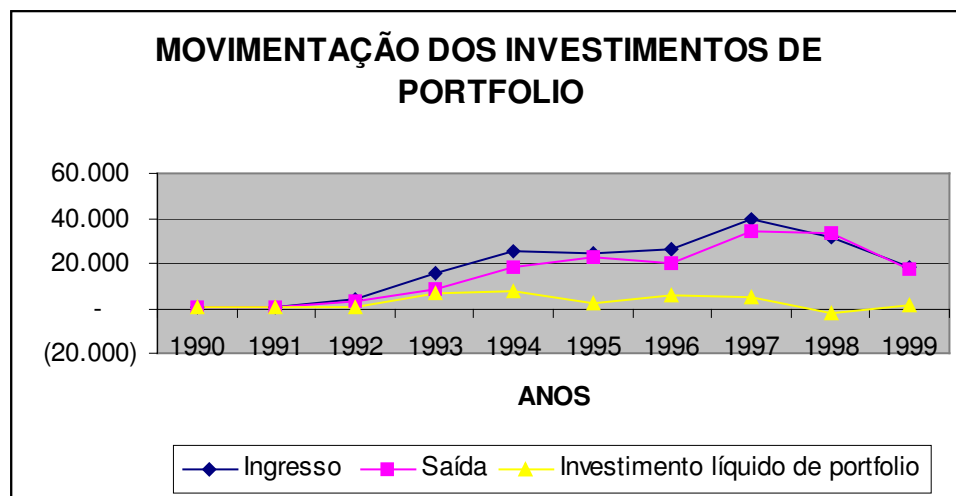
Ressalta-se, no entanto, que, embora do ponto de vista macroeconômico, a entrada de capital externo, através dos DRs ou através dos investimentos de *portfolio* via Anexo IV, tenha o mesmo impacto sobre as reservas brasileiras, a colocação dos DRs nas bolsas internacionais, pode ter efeito negativo sobre as bolsas de valores domésticas. Em primeiro lugar, ocorre a transferência da liquidez

presente ou potencial das bolsas do país para as bolsas no exterior. Além disso, a dinâmica das bolsas domésticas fica atrelada ao comportamento das grandes bolsas internacionais.

## 6.2 A EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM *PORTFOLIO*

O ingresso do capital de *portfolio* no país torna-se relevante desde o início dos anos 1990, conforme pode-se ver pelo gráfico 1.

GRÁFICO 1 - MOVIMENTAÇÃO DOS INVESTIMENTOS DE *PORTFOLIO* NO BRASIL: 1990 – 1999.



FONTE: Boletim do Banco Central – vários números.

Observa-se que o país começa a receber um fluxo crescente de capital de *portfolio* no início da década de 1990, especialmente a partir de 1992. Até 1994, a tendência é de crescimento no ingresso líquido desse tipo de capital. A crise mexicana, no final de 1994, afeta a entrada dos recursos externos, mas essa tendência de redução se torna mais significativa a partir da crise asiática de 1997. A

partir de então, a crescente redução na entrada de investimento de *portfolio* reflete não só a crise asiática, mas também a crise russa em 1998 e a brasileira em janeiro de 1999.

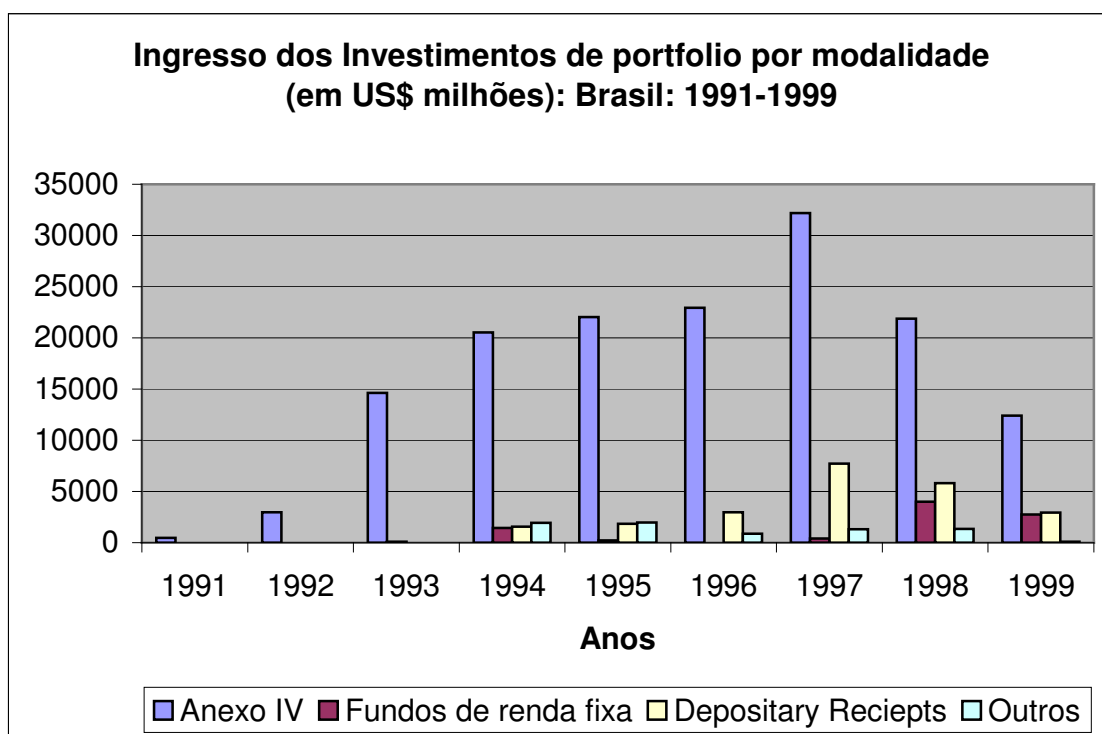
Como já visto, a legislação brasileira permitiu que o capital de *portfolio* ingressasse no país através das seguintes modalidades: Anexo IV, Fundos de Renda Fixa, Fundos de Privatização, Fundos de Investimentos Imobiliários, Fundos de Empresas Emergentes e *Depositary Receipts*<sup>47</sup>.

O gráfico 2 mostra as diversas modalidades através das quais os investimentos de *portfolio* ingressaram durante a década de 1990. Pode-se perceber que, ao longo do período, o Anexo IV foi a principal modalidade de investimento no país, sendo seguido pelos ADRs e os Fundos de Renda Fixa.

---

<sup>47</sup> No início dos anos 2000, a Resolução CMN 2.689 flexibilizou ainda mais as regras para o investidor não residente. A decisão permitiu o ingresso e trânsito livre dos investidores não residentes a todos os produtos disponíveis no mercado local, permitiu também aplicações de investidores individuais e simplificou procedimentos operacionais. Da resolução 1.289/87, foram mantidos os Anexos III (carteira de Investimento – Capital Estrangeiro) e V (Programas Internacionais de Recibos de Depósitos – *Depositary Receipts*), por se tratarem de modalidades de aplicação constituídas no exterior. Os Anexos I, II e IV e os Fundos de Renda Fixa – Capital Estrangeiro deixaram de acolher novos investimentos e tiveram sua extinção programada.

GRÁFICO 2



FONTE: Boletim do Banco Central – vários números.

A partir de 1994, o Anexo IV e o *Depositary Receipts* passaram a responder por 90%, em média, do ingresso desse tipo de investimento, conforme indica a tabela 14. As demais alternativas, os fundos de investimento, por serem sujeitos a critérios de aplicação tiveram sua importância restrita a determinados períodos, como, por exemplo, os Fundos de Privatização. Merece destaque, também, o fato de que enquanto o Anexo IV foi perdendo importância ao longo da década (em 1999, ele responde por 68,2% da entrada de recursos, sendo que em 1994, essa modalidade correspondia a 80,7%), os *Depositary Receipts* aumentaram sua importância relativa. Embora o valor dos DRs ainda seja pequeno em relação ao total dos

investimentos de *portfólio* captados no país, como já foi visto acima, existe uma forte tendência ao seu crescimento<sup>48</sup>.

TABELA 14 - PARTICIPAÇÃO EM % DO ANEXO IV E DOS ADRs NO TOTAL DOS INVESTIMENTOS DE *PORTFOLIO* NO BRASIL: 1994-1999.

Período	Anexo IV	ADRs
1994	80,7	6,09
1995	84,6	7,05
1996	85,6	11,09
1997	77,4	18,57
1998	66,3	17,56
1999	68,2	16,24

Fonte: Boletim do Banco Central – vários anos.

Todas essas modalidades de investimento em *portfólio* ocorrem no mercado de câmbio comercial. No entanto, os investidores estrangeiros também puderam ter acesso ao mercado financeiro doméstico através das contas de não-residentes do

<sup>48</sup> “De acordo com levantamentos da Bovespa, a tendência de crescimento de operações com ADRs, em alguns casos em detrimento de operações através do Anexo IV, foi estimulada pela Lei nº 9311 de 24/out/96 que introduziu o CPMF a partir de 20/jan/97. Os investidores em anexo IV ficaram isento nas suas movimentações domésticas em bolsa, devendo apenas contribuir na entrada e saída de recursos do país, ou seja na operação de câmbio. Mesmo assim, esses investidores não gostaram das novas regras, porque os mesmos fazem muitas movimentações de câmbio, situação facilitada pelo próprio governo ao instituir o registro eletrônico, de forma declaratória, dessas transações junto ao Banco Central. Esse fator explicaria o aumento do percentual das ações de diversas companhias bloqueadas para emissão de ADRs, ao longo do 1º semestre/97 (...). As incertezas decorrentes da crise do Sudeste Asiático desaceleraram os lançamentos de novos programas no 2º semestre de 1997” (SOUSA, 1998; p.94).

mercado de câmbio flutuante, as contas CC5<sup>49</sup> Uma vez que essas contas são constituídas em moeda nacional<sup>50</sup>, as operações efetuadas por meio dessas contas recebem o mesmo tratamento fiscal concedido aos residentes no país<sup>51</sup>. Os investimentos de *portfolio* efetuados por essas contas, portanto, não estão sujeitos a restrições quanto ao tipo de aplicação (renda fixa ou variável, etc.), tal como nas modalidades de investimento do mercado de câmbio comercial. Por outro lado, o risco cambial é maior, uma vez que as operações ocorrem no mercado de câmbio flutuante. Dentro desse quadro, os investimentos de *portfolio* ingressos através da CC5 são rentáveis somente em momentos de elevado diferencial de juros e baixa tributação<sup>52</sup>, (como em 1994 e no final de 1997). Deve-se ressaltar também que, sendo as contas de não-residentes do mercado de câmbio flutuante a única opção de investimento que estava totalmente livre de restrições quanto ao tipo de aplicação, elas se constituíram no principal canal de ingresso dos fluxos de *hot money* no país.

---

<sup>49</sup> Embora não exista uma estatística oficial sobre o CC5, essa modalidade de saída de capital é legal e não deve ser confundida com mercado paralelo onde, segundo SOUSA (1998), operam agentes que não respeitam a regulamentação doméstica vigente, muitas vezes para realizar a chamada 'lavagem de dinheiro', ou seja, reciclar recursos provenientes de atividades ilícitas. Se tais operações são feitas em praças internacionais, está configurada a fuga de capitais. O eventual retorno desses capitais pode se dar tanto no mercado informal quanto no formal, aproveitando-se das brechas ou relaxamentos posteriores da legislação”(p.86).

<sup>50</sup> Essas contas são custodiadas por bancos depositários no Brasil; para movimentá-las, o investidor precisa nomear um representante legal, responsável pelos procedimentos necessários à movimentação dos recursos (PRATES & FREITAS, 1999).

<sup>51</sup> O investidor estrangeiro deve comprovar o recolhimento do Imposto de Renda a fim de obter o direito de remeter ao exterior os seus rendimentos.

<sup>52</sup> Segundo SOUSA (1998) “entre o final de 1996 e 22 de janeiro de 1997 parte desses recursos foi remetida ao exterior (...). Nesse período, o principal destino dessas remessas foi a região das Bahamas, onde se encontram os chamados paraísos fiscais, domicílio de instituições financeiras que administram capitais estrangeiros de curto prazo, incluídos os investimentos brasileiros no exterior. Na segunda posição por região de destino, encontram-se o Uruguai e o Paraguai, onde predominam operações vinculadas ao comércio de fronteira. A partir de out/97, outro movimento de saída expressivo se verificou nessas contas devido aos desdobramentos da crise do Sudeste Asiático, que levou às especulações contra o real” (p.85-6).

### 6.3 A VOLATILIDADE DOS INVESTIMENTOS DE *PORTFOLIO*

O investimento de *portfolio* é um investimento com prazo de maturação menor e é precisamente essa maior liquidez dos investimentos de *portfolio* que o torna um capital mais de curto prazo e mais volátil. De fato, uma das grandes características do capital ingressante através do Anexo IV é a sua elevada volatilidade. De acordo com a tabela 15, o indicador de rotatividade dos investimentos que entraram e saíram do país através do Anexo IV vai crescendo ao longo da década, atingindo uma média de 93,5% no período entre 1994 e 1999.

**TABELA 15 ROTATIVIDADE DO ANEXO IV NO BRASIL: 1991-1999.**

	Ingresso (em US\$	Saída (em US\$	Rotatividade <sup>(1)</sup>
Período	milhões)	milhões)	
1991	482	96	19,9
1992	2967	2653	55,7
1993	14614	9136	62,5
1994	20532	16778	81,7
1995	22027	21498	97,6
1996	22936	19342	84,3
1997	32191	30576	95
1998	21887	24349	111,2
1999	12396	11296	91,1

Fonte: Boletim do Banco Central – vários anos.

Nota: (1) Indicador de rotatividade dos recursos = saídas/entradas \*100



No que diz respeito às aplicações de recursos externos no mercado financeiro doméstico, a liquidez dos ativos transacionados é um atributo fundamental, tanto para o investidor estrangeiro como para o país que recebe o fluxo de capital externo.

No caso do investidor estrangeiro, os títulos de um determinado país tornam-se mais atrativos quanto mais rápido for a possibilidade de conversão do ativo financeiro em moeda nacional, e da moeda nacional em moeda estrangeira, possibilitando, então, a saída do capital externo do país (nesse caso, não apenas a liquidez é importante, como também o câmbio e o preço dos ativos). Como observa Sousa (1998, p. 53-54):

os recursos que ingressam tanto pelo segmento livre – direcionados a aplicações em renda fixa e/ou variável – quanto pelas contas de não-residentes do mercado flutuante (CC-5) apresentam elevado grau de conversibilidade, ou seja, conseguem ‘abandonar’ o país rapidamente e com pouca perda de capital.

Por outro lado, para o país receptor dos fluxos de capitais, a entrada de investimentos externos sempre gera, como contrapartida, uma pressão estrutural na conta de serviços relativos a fatores. Quando o investimento é de mais longo prazo, como o investimento direto estrangeiro, a pressão ocorre pelo repatriamento dos lucros. No caso do investimento de *portfolio*, a pressão ocorre mediante a saída de capital para pagamento de juros e dividendos e amortização de dívidas. Quanto mais de curto prazo forem os investimentos externos, maiores serão os problemas na conta externa do país. Primeiramente, o capital de curto prazo necessita de refinanciamento mais freqüente, o que torna o país mais vulnerável a reversões dos fluxos externos. Além disso, o fluxo de capital de curto prazo é essencialmente conjuntural, movimentando-se, portanto, de acordo com as alterações de sua remuneração. Dessa forma, quanto maior o componente de investimento de *portfolio* na conta de capital, mais volátil tende a ser o fluxo de capital que entra no país. A natureza volátil e conjuntural desse segmento do investimento estrangeiro implica

que o país receptor estará sempre vulnerável às mudanças ocorridas nas condições econômicas e financeiras, não apenas dentro do próprio país, mas também nos outros países<sup>53</sup>.

A entrada do investimento de *portfolio* gera, também, para o país receptor, efeitos macroeconômicos internos. Num ambiente de abertura financeira, para evitar a valorização da moeda doméstica provocada pela entrada de capitais, as autoridades monetárias precisam realizar operações de “esterilização”, através da venda de títulos públicos, aumentando os impactos negativos sobre o déficit fiscal, considerando-se o diferencial entre os juros que incidem sobre esses títulos e os que remuneram as reservas internacionais.

Além disso, como os investimentos estrangeiros em ações são voláteis, eles têm a capacidade de afetar negativamente as bolsas locais, aumentando a volatilidade dessas. Isso pode ser visto pela extrema volatilidade do Ibovespa ao longo do período.

Um outro ponto que deve ser ressaltado diz respeito à questão da eficiência da política monetária para lidar com a volatilidade dos investimentos de *portfolio*. Como afirma Prates (1999b), “a concentração dos fluxos de *portfolio* em renda variável reduz a eficácia da política monetária nessas situações, uma vez que um aumento da taxa de juros é praticamente inócuo para reverter as expectativas dos investidores”. (p.53)

---

<sup>53</sup> Deve-se, no entanto, ressaltar que, ao analisar a relação entre período de maturação do investimento e o caráter de curto prazo do capital, o Banco Mundial afirmou num estudo que “avanços tecnológicos, o crescimento do mercado, a evolução de sofisticados instrumentos financeiros (...) têm levado a maior parte dos investidores a adotar estratégias segundo as quais todos os instrumentos e mercados são continuamente analisados tendo em vista oportunidades de lucro no curto prazo. Podem existir instrumentos de longa maturação, mas poucos são comprados para serem mantidos em carteiras por muito tempo” (*apud* AURÉLIO, 1997;p.42). Ou seja, embora, numa primeira análise questão da liquidez e da diferenciação entre capital de curto prazo e de longo prazo possa estar associado ao prazo de maturação do capital entrante, dado o perfil e as possibilidades existentes no sistema financeiro internacional atualmente, a diferença entre capitais de curto e de longo prazo está muito mais relacionada à disposição dos investidores estrangeiros em permanecer num determinado país do que propriamente ao prazo de maturação dos ativos financeiros à disposição desses investidores.

Considerando-se, então, as limitações da política monetária para controlar a excessiva volatilidade do investimento de *portfolio*, as autoridades econômicas se valeram, durante a década de 1990, da tributação. Primeiramente, um tratamento tributário privilegiado teve o efeito de atrair para o país esse tipo de investimento estrangeiro no início da década. Os investimentos que se direcionavam ao Anexo IV, possuíam isenção de Imposto de Renda sobre ganhos de capital e de IOF no momento do ingresso no país. “O tratamento tributário privilegiado seria justificado pelos efeitos potencialmente virtuosos de tais investimentos sobre as bolsas de valores domésticas – aumento do volume negociado, da liquidez e do valor de mercado das ações -, os quais, por sua vez, estimulariam a emissão primária de ações pelas empresas”. (SOUSA, 1998, p.53)

Por outro lado, praticamente indo contra a tendência da abertura financeira, foram também adotadas algumas medidas legais que objetivavam lidar com os movimentos especulativos dos recursos externos de curto prazo de forma a estimular ou desestimular seu ingresso, conforme fosse a conjuntura. Segundo Sousa (1998, p.16),

O Banco Central, por exemplo, manipulou com os prazos dos títulos lançados no exterior. O CMN adotou IOF nos investimentos estrangeiros em ações (de 0% a 25%), renda fixa (de 7% a 40%) e contas de não-residentes, chamadas CC5, estabelecendo a capacidade de desestimular as entradas através do aumento das alíquotas. Houve também a proibição dos investidores estrangeiros operarem com derivativos. A reação costumeira dos investidores foi reduzir momentaneamente atividades nos segmentos atingidos pelas restrições, para avaliar a nova lucratividade e risco, frente a outras modalidades disponíveis no mercado doméstico ou internacional.

Apesar do maior risco cambial e da maior tributação (uma vez que esse capital recebe o mesmo tratamento fiscal que os residentes no país), os fluxos de capitais que ingressaram no país mediante a CC5 são ainda mais voláteis do que os investimentos de *portfolio* que entram pelo mercado de câmbio comercial. Dessa forma, as contas CC5 passaram ser utilizadas como canal de entrada no país dos fluxos de *hot money*, principalmente dos recursos destinados a aplicações em renda

fixa, uma vez que os investimentos através do FRFCE estavam sujeitos ao pagamento do IOF. De acordo com Prates (1999b, p.28),

o perfil de curto prazo desses fluxos tornou-se explícito na crise de outubro de 1997. No último trimestre desse ano, as saídas de divisas pelo mercado flutuante, essencialmente devido aos resgates das contas de não-residentes, foram responsáveis por 85% da perda de reservas cambiais no período – US\$ 10,9 bilhões saíram pelo mercado flutuante, contra somente US\$ 1,9 bilhões pelo mercado de câmbio livre.

Diante da utilização dessa conta como canal de entrada para o *hot money* e da intensificação do seu uso a partir de 1994, as autoridades monetárias, mesmo indo na tendência oposta da abertura financeira, tomaram algumas medidas legais que objetivavam estimular ou desestimular os movimentos especulativos dos recursos externos de curto prazo de forma a adequar esses fluxos à necessidade da conjuntura econômica. Assim, por exemplo, em agosto de 1995, o Conselho Monetário Nacional instituiu o pagamento do IOF sobre o ingresso de recursos através dessa conta e o Banco Central interferiu diretamente junto às instituições financeiras para controlar os excessos na utilização dessas contas. Além disso, a partir de 1995, a atratividade desse tipo de aplicação também foi reduzida devido à redução do diferencial entre os juros externos e internos, e à incidência da CPMF sobre operações efetuadas<sup>54</sup>.

Em 2000, na gestão de Armínio Fraga Neto na presidência do Banco Central do Brasil, procurou-se eliminar as vantagens de se utilizar a conta CC5 como canal de investimentos estrangeiros de *portfolio*. A partir de então, buscou-se eliminar as restrições quanto ao tipo de instrumento utilizado (investimento direto ou investimento em fundos); quanto à composição da carteira (renda fixa e/ou variável); quanto à natureza do investidor (pessoa física ou jurídica) e quanto à modalidade do câmbio (comercial ou flutuante) envolvendo a entrada de investimento de *portfolio*. Freitas & Prates (2001) ressaltam, contudo, que a conta

---

<sup>54</sup> Deve-se lembrar que essas contas não possuem tratamento fiscal especial, diferentemente das modalidades de investimento integrantes do mercado de câmbio comercial.

CC5 continua existindo, “já que a intenção de unificar as regras dos dois segmentos do mercado de câmbio (as cotações foram unificadas em fevereiro de 1999), anunciada pelo Bacen no segundo semestre de 1999, não se concretizou até o momento”. (p.85-6)

#### 6.4 AS TRANSFORMAÇÕES NO MERCADO ACIONÁRIO

O mercado de capitais doméstico é constituído por valores mobiliários que são as ações, os bônus de subscrição, as debêntures, as partes beneficiárias e as notas promissórias para distribuição pública (SOUSA, 1998). Dentre esses, no entanto, os principais títulos negociados no mercado são as ações e as debêntures (simples ou conversíveis em ações). Para abrir o seu capital, a empresa pode optar tanto pela emissão primária de títulos, o que implica a entrada de recursos à companhia emissora, ou pela distribuição secundária de participação detida por acionistas, conhecida por *block trade*. No caso das ações, após o lançamento inicial, as empresas precisam obter registro em bolsas de valores, a fim de garantir liquidez aos títulos lançados. Nas bolsas de valores negociam-se ações à vista e suas respectivas opções. No caso das debêntures, a “maior parte das operações com debêntures são registradas e liquidadas através do Sistema Nacional de Debêntures (SND), criado em 1988 e operado através da Cetip”, (SOUSA, 1998, p.160) e elas (assim como os demais títulos de renda fixa), são negociados no mercado de balcão.

Como já visto, o desenvolvimento na dinâmica financeira de mecanismos de proteção ao risco envolvido na atividade financeira, junto com a extrema volatilidade do investimento de *portfolio*, associados ao baixo rendimento obtido pelos ativos financeiros nos países desenvolvidos, possibilitaram que, ao final dos anos 1980, os investidores institucionais adotassem uma estratégia de diversificação

internacional de *portfolios* mais ousada, lançando-se nos mercados emergentes. De fato, “o montante dos investimentos de *portfolio* em ações dirigido para a América Latina apresentou crescimento contínuo a partir de 1989. Esses investimentos foram direcionados principalmente aos mercados secundários de ações e corresponderam a dois terços dos fluxos internacionais de capitais para a região no período 1989-93”. (PRATES, 1999b, p.44)

No caso do Brasil, o Anexo IV se constituiu na modalidade mais importante de investimento estrangeiro de *portfolio* no país. A tabela 16 mostra que, dentro do Anexo IV, o investimento em ações tornou-se a principal opção dos investidores estrangeiros. As debêntures também tiveram uma participação significativa até 1996. Em maio de 1997, contudo, o governo proibiu que companhias de *leasing* e de securitização de recebíveis colocassem debêntures nesse tipo de carteira (Resolução CMN nº 2384/97). O objetivo era evitar que o investidor estrangeiro financiasse o crédito ao consumidor.

TABELA 16 COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DO ANEXO IV (%)  
NO BRASIL: 1991-1999.

Período	Ações	Derivativos	Debêntures	Moedas priv.	Outros
1991	...	....	....	....	...
1992	...	....	....	...	...
1993	80,1		18,5	1,1	0,3
1994	77,5	3,9	12,4	5,4	0,8
1995	89,5	1,1	5,5	3,7	0,2
1996	92,0	0,0	4,7	2,8	0,5
1997	96,5	1,4	2,1	0,0	0,0
1998	94,8	4,2	1,0	0,0	0,0
1999	99,0	0,0	0,8	0,0	0,1

Fonte: Boletim do Banco Central – vários anos.

O mercado acionário brasileiro foi, portanto, profundamente alterado pela substancial entrada de investimento de *portfolio*, a partir do início dos anos 1990. Ao longo de toda a década de 1980, o mercado acionário brasileiro havia apresentado um fraco desempenho. Dessa forma, no início da década de 1990, os investidores estrangeiros encontraram no mercado acionário brasileiro ações de empresas com preços baixos, o que implicou em elevada perspectiva de lucro, devido a um interessante índice preço/lucro<sup>55</sup>. Em 1990, o índice P/L era de 3,6,

<sup>55</sup> Índice Preço/Lucro significa o número de anos em que retorna ao investidor o preço pago pela ação, tomando-se como padrão de retorno o lucro auferido pela companhia, lucro histórico ou projetado.

subindo para 7,8 em 1991 e alcançando 34,0 em 1996, como pode ser visto na tabela 17.

TABELA 17 ÍNDICE PREÇO-LUCRO DA BOVESPA: 1990-1998.

Ano	P/L
1990	3,6
1991	7,8
1992	8,8
1993	8,4
1994	12,6
1995	26,9
1996	34,0
1997	12,5
1998	15,2

Fonte: CARVALHO (2000),

A partir de 1992, houve um aquecimento dos negócios das bolsas de valores no país decorrente do aumento da participação dos investidores estrangeiros no total negociado na Bovespa<sup>56</sup>, que passou de 16% no segundo semestre de 1991 para 29,4% em 1995. A partir de 1996, houve uma pequena redução na participação desses investidores, de acordo com a tabela 18.

<sup>56</sup> A Bolsa de Valores do Estado de São Paulo é a maior bolsa operando no país, concentrando cerca de 90% do movimento.



TABELA 18 – PARTICIPAÇÃO  
DOS INVESTIDORES  
ESTRANGEIROS NA  
BOVESPA – 1993-1998.

Ano	(%) <sup>(1)</sup>
1993	16,0
1994	21,4
1995	29,4
1996	28,6
1997	25,9
JUN/98	23,4

FONTE: BOVESPA, Revista mensal,  
vários números.

NOTA: (1) Dados do final do período.

O crescimento continuado dos volumes negociados na Bovespa, proporcionado pela entrada de capitais externos, provocou uma mudança qualitativa nessa praça.

O Índice Bovespa (Ibovespa), que é um indicador da evolução das cotações dos papéis negociados, também foi afetado. O Ibovespa é um importante indicador do desempenho das cotações, pois é um indicador do comportamento médio das principais ações negociadas no BOVESPA. De acordo com a publicação *Índice Bovespa: Definição e Metodologia* (2002), as ações integrantes da carteira teórica do Ibovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume verificado no mercado à vista da BOVESPA. Além disso, as empresas emissoras das ações integrantes do Ibovespa são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações

negociáveis na BOVESPA. O aumento do volume de negócios na BOVESPA fez com que, de dezembro de 1990 a julho de 1997, o índice Bovespa aumentasse 2.400% em dólar, “a maior alta dentre todas as bolsas do mundo”. (PRATES, 1999b, p.45)

Por outro lado, houve também um aumento considerável na volatilidade<sup>57</sup> desse índice ao longo do período. De fato, se considerarmos que, por um lado, os recursos negociados pelos investidores estrangeiros no mercado acionário envolvem elevadas somas de dinheiro e que, por outro lado, um dos principais atributos do investimento de *portfolio* é exatamente a possibilidade de realocação de recursos rapidamente e com menor perda de capital, percebe-se que qualquer movimento de realocação dos *portfolios* dos investidores estrangeiros tem a capacidade de afetar profundamente o comportamento do Ibovespa. Deve-se ressaltar que a década de 1990 foi marcada por diversos movimentos de realocação de *portfolio* decorrentes de várias crises financeiras externas (México, Rússia, Ásia).

Além disso, o aumento considerável do volume de negócios acionários aumentou a liquidez das ações negociadas. O índice de liquidez representa um bom critério para a avaliação da importância e da qualidade do mercado acionário, uma vez que uma das funções principais desse mercado é fornecer maior liquidez aos títulos de propriedade do capital das empresas. De acordo com Oliveira, Carvalho & Aldrighi (1999), uma medida de liquidez bastante empregada é o *turnover*, definido como sendo a razão entre o valor das transações realizadas em determinado período e o valor de mercado das empresas que operam na bolsa. Essa relação “indica o número de vezes que uma ação média mudou de mãos em um determinado período de tempo”. (p.23) Em 1998, a velocidade mensal de *turnover* da Bovespa foi de, aproximadamente, 66%, deixando-a com a 11ª melhor liquidez entre as 36 bolsas selecionadas. Segundo os autores, embora à primeira vista, possa parecer que as condições de liquidez desse mercado são bastante razoáveis, essa é uma análise

---

<sup>57</sup> A volatilidade indica o grau médio de variação das cotações de um título em determinado período.

enganosa. Esses números, na verdade, refletem a elevada liquidez das ações de um pequeno grupo de empresas privilegiadas. De fato, “76% do total negociado na BOVESPA correspondem a transações envolvendo ações de apenas 5% do total de empresas (...) esse grau de concentração indica que grande parte da liquidez média das ações da BOVESPA se explica pela elevada liquidez das ações de apenas 27 em 545 empresas”. (OLIVEIRA, CARVALHO & ALDRIGHI, 1999, p. 24)

Observa-se, dessa forma, que, embora a maior participação de estrangeiros no total negociado no mercado de ações tenha mudado qualitativamente a Bovespa, o crescimento da movimentação de negócios se deu fundamentalmente no mercado secundário de ações, e não no mercado primário. Os dados da tabela 19 mostram que o número de empresas de capital aberto reduziu-se ao longo do período entre 1980-1999, apesar do acentuado aumento de movimentação. De acordo com a tabela, embora tenha ocorrido um declínio maior no período entre 1990-95, essa tendência foi revertida depois de 1995. Oliveira, Carvalho & Aldrighi (1999, p.24) alertam, no entanto, que a reversão observada entre 1995 e 1998 é enganosa, pois

várias das empresas que abriram o capital posteriormente a 1994 eram; 1) empresas de *leasing* e securitização; 2) empresas estatais e consórcios ligados à privatização; e 3) empresas que abriram capital para emissão de ADRs em outros países. Quando tais empresas são expurgadas, observamos que o número de companhias abertas do setor produtivo reduziu-se em 34 no período entre 1994 e 1998.

TABELA 19 NÚMERO DE EMPRESAS  
ABERTAS NO BRASIL: 1980-  
1999.

Período	N ° de Empresas
1980/84	1.075
1985/89	985
1990/95	850
1996	925
1997	946
1998	1.047
1999	893

FONTE: CVM, extraído de OLIVEIRA, CARVALHO & ALDRIGHI (1999).

No que diz respeito ao volume de emissões, entre 1994 e 2000, ela foi de apenas US\$ 13,6 bilhões, dos quais a maior parte constituiu-se de captação de recursos por parte das empresas estatais. O Banco do Brasil fez uma chamada de capital em 1996, mas essa “deve ser desconsiderada, pois tratou-se de um aporte especial à capitalização de R\$ 8 bilhões, cuja maior parte foi subscrita pelo Governo Federal, sendo que a Previ, fundo de pensão dos funcionários do próprio banco, foi chamada a complementar a subscrição, aportando US\$ 1 bilhão”. (SOUSA, 1998, p.170)

A intensificação do processo de privatização das empresas estatais realmente contribuiu para passar uma imagem favorável com relação ao aumento da abertura de capital nas bolsas brasileiras. De acordo com as regras de privatização, tanto as empresas a serem vendidas quanto os grupos que se candidatassem a adquiri-las

deveriam ser empresas de capital aberto. Dessa forma, as empresas estatais, fundamentalmente aquelas em vias de privatização, foram as principais responsáveis pelo lançamento de ações na Bovespa. De acordo com Sousa (1998) “os principais volumes foram emitidos pelas estatais, entre elas Eletrobrás, CESP e Sistema Telebrás, em 1994”, (p.170) excluída a chamada de capital do Banco do Brasil em 1996, referida acima.

No que diz respeito ao fato de que algumas empresas privadas abriram capital com o objetivo principal de emitirem ADR Nível III no exterior, esse movimento se deu principalmente entre 1997/98. Esse foi o caso da Aracruz, do Multicanal e do Grupo Pão de Açúcar, por exemplo. (PRATES, 1999b). Sousa (1998), também observa que “muitos outros lançamentos primários foram seguidos posteriormente de lançamentos de ADR Nível I, o que significa que boa parte destes também objetivaram captar no mercado internacional”. (p.173)

Conclui-se, portanto, que a entrada de investimento estrangeiro de *portfolio* no país se direcionou principalmente, para o mercado secundário de ações, o que contribuiu para a dinamização desse segmento do mercado acionário. O aumento do volume de negócios acionários no mercado secundário aumentou, conseqüentemente, a liquidez das ações negociadas. No entanto, o fato de que a maior parte desses investimentos foi destinado à compra de ações de primeira linha das empresas estatais em processo de privatização implica que a entrada desse capital externo não contribuiu para a redução do grau de concentração dos negócios da Bovespa, uma vez que esses continuaram ao redor de poucas empresas, e empresas de primeira linha. De fato, de acordo com SOUSA (1998), em dezembro de 1997, “o valor de mercado das 536 companhias negociadas na Bovespa correspondia a US\$ 255 bilhões, composto principalmente por empresas estatais a serem privatizadas (Telebrás e Eletrobrás) ou privatizadas recentemente (CVRD, LIGHT e CSN). De acordo com a Bovespa, 59% do referido valor total de mercado referiam-se a empresas estatais” (p.112).

Como já foi ressaltado no capítulo 2, a existência de um mercado secundário de ações fortalecido desempenha o papel crucial de fornecer a liquidez necessária para a dinamização do mercado primário. Dessa forma, embora o capital estrangeiro tenha se direcionado à aquisição de ações no mercado secundário, a entrada desses recursos externos poderia ter, mesmo que indiretamente, um efeito significativo sobre o incremento do mercado primário de ações. Como já visto anteriormente, não foi isso que ocorreu, ou seja, a entrada de investimento estrangeiro de *portfolio* no país estimulou o mercado secundário de ações, mas o aumento da liquidez desse mercado não foi capaz de exercer efeitos positivos sobre o mercado primário.

A dinamização e o aumento da liquidez no mercado secundário, provenientes da abertura do mercado acionário aos investidores estrangeiros, não foram suficientes para transformar o mercado acionário numa opção de financiamento às empresas privadas. Como afirma Prates (1999b), essa é uma “condição necessária, mas não suficiente, para a superação das fragilidades estruturais do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento das empresas”. (p.55)

Conclui-se, portanto, que esse quadro caracterizado pela entrada de investimento estrangeiro direcionado ao mercado secundário de ações, principalmente às empresas estatais com grandes perspectivas de valorização após a privatização, associado a um pequeno volume de emissões primárias de ações, configura a natureza fundamentalmente especulativa desse segmento do capital externo que retorna ao país na década de 90.

## 6.5 O MERCADO PRIMÁRIO DE AÇÕES

Várias são as causas que explicam o fato de a abertura do mercado acionário aos investidores estrangeiros não ter incentivado o incremento do lançamento de novas ações nas bolsas brasileiras por parte das empresas privadas.

Primeiramente, como já visto anteriormente, no início da década de 1990, existiam no Brasil empresas estatais passíveis de privatização e com grandes perspectivas de valorização futura. A privatização das grandes empresas estatais deu-se na forma de leilões, o que representa uma distribuição secundária de ações. Dessa forma, os investidores estrangeiros acabaram se direcionando ao mercado secundário de ações. Houve, portanto, a manutenção da tendência e concentração dos negócios na Bovespa, ou seja, poucas ações - quase todas concentradas ao redor das empresas estatais privatizáveis - dominavam todo o fluxo de negócios. Isso significa que a entrada dos investidores estrangeiros na Bolsa e o conseqüente aumento do dinamismo dos negócios não foram capazes de reduzir o elevado grau de concentração característico do mercado acionário do país. A concentração dos negócios nas ações das empresas estatais - seja no mercado primário, seja no mercado secundário - impediu o aumento da liquidez das ações de companhias privadas. Por sua vez, a baixa liquidez dessas ações não estimulou a demanda dos investidores estrangeiros. “Criou-se, assim, um círculo vicioso, pois o pequeno volume de emissões primárias implicou redução da participação relativa das ações dessas empresas no mercado secundário, o que contribuiu para a concentração das negociações dos papéis mais líquidos”. (PRATES, 1999b, p.54)

Por outro lado, o próprio comportamento do setor empresarial doméstico também contribuiu para que o mercado de ações não se tornasse uma opção de financiamento às empresas privadas no país. Primeiramente, existem razões culturais. As empresas de capital nacional são predominantemente empresas familiares e sempre existiu uma resistência cultural por parte dessas empresas em

abrir o seu capital, uma vez que isso implicaria o risco de perda do controle acionário.

Esse preconceito, associado ao processo de concentração econômica que ocorreu ao longo da década de 1990, levou várias empresas familiares nacionais a preferirem negociar o controle acionário, em lugar de vê-lo sendo compartilhado. Dentro dos processos de fusões e aquisições que ocorreram na década, o investidor estrangeiro tornou-se o grande comprador ou sócio das empresas nacionais. Dessa forma, os processos de fusão e aquisição, com participação ativa dos investidores estrangeiros, também contribuíram para o fraco desempenho do mercado primário de ações. Isso ajuda a explicar por que, durante a década de 1990, o movimento de fusões e aquisições de empresas de capital privado nacional foi muito maior do que a abertura de capital dessas companhias. De fato, o processo de desnacionalização de algumas empresas nacionais não apenas desestimulou a baixa abertura de capital em bolsa, como também efetivamente implicou, em alguns casos, no fechamento de capital de empresa anteriormente listada na bolsa, uma vez que as empresas estrangeiras são de capital fechado e com fonte de financiamento externo.

Além disso, deve-se ressaltar, também, que para as companhias de médio porte, os custos, tanto para a abertura inicial de capital como para a manutenção dessa condição, são relativamente elevados<sup>58</sup>.

No que diz respeito às empresas de grande porte, principalmente as de capital estrangeiro, muitas optaram por se manterem como empresas de capital fechado. Essa opção teve como origem dois fatores distintos. Primeiramente, não havia, por parte dessas empresas, a necessidade de recursos provenientes do mercado doméstico, seja pela maior facilidade que elas dispõem de captação de recursos no mercado financeiro internacional, ou seja porque recebem aportes das empresas matrizes. Além disso, muitas não estavam dispostas a abrir suas informações ao mercado (uma condição para o lançamento de ações) (SOUSA, 1998).

---

<sup>58</sup> Segundo SOUSA (1998), “entre os custos destacam-se as taxas pagas à CVM e às bolsas, as publicações obrigatórias e os departamentos de acionistas e de relações com investidores” (p.173).



Uma outra opção disponível às empresas nacionais durante a década de 1990 foi a captação de recursos através da emissão de títulos de renda fixa no exterior (assunto que será abordado no próximo capítulo). Essa estratégia constituía-se na opção mais barata de financiamento e não exigia abertura de capital. No entanto, o acesso a esse tipo de recursos estava disponível apenas às grandes empresas de capital nacional.

A instabilidade macroeconômica que predominou durante toda a década de 1990 também contribuiu para a não dinamização do mercado primário de ações. O lançamento de ações implica numa tomada de recursos no mercado acionário por parte da empresa emitente. O contexto de elevadas taxas de juros impediu que as empresas pudessem apresentar projetos com uma rentabilidade que estimulasse a captação de recursos através do mercado acionário. Além disso, incertezas quanto aos rumos econômicos acabaram por adiar as decisões relativas ao investimento. Até meados de 1995, a incerteza com relação aos desdobramentos do Plano Real não criou uma situação macroeconômica favorável ao lançamento de ações. A crise financeira do México elevou o estado de incerteza com relação ao futuro da economia. Posteriormente, as crises financeiras implicaram numa baixa demanda efetiva de recursos para investimentos reais.

## 6.6 CONCLUSÃO

A entrada do capital de *portfolio* no país incrementou as bolsas de valores domésticas, pois houve um aumento do movimento dos negócios, e aumento da capitalização e da liquidez das ações. Houve, de fato, uma dinamização do mercado secundário de ações no país. No entanto, esse novo impulso dado às bolsas domésticas na década de 90 não foi capaz de aquecer o mercado primário de ações, de forma a tornar o mercado acionário uma fonte de financiamento para as empresas.

No caso do Brasil, a existência de um mercado secundário dinâmico possibilitou a valorização do capital estrangeiro, porém não suficiente para a consolidação de um *funding* de longo prazo.

É fato que o investimento de *portfolio* não pode ser considerada uma fonte de financiamento segura de longo prazo para o país, devido, principalmente, ao elevado grau de volatilidade que esse tipo de capital externo que entra no país possui. No entanto, a significativa entrada de capital de *portfolio* na principal Bolsa de Valores do país de fato teve a capacidade de dinamizar o mercado acionário, até então bastante inexpressivo. Dessa forma, a entrada desse capital externo possuía o potencial de modernizar o mercado de capitais do país e transformá-lo numa opção de financiamento das empresas através do aumento de emissões primárias de ações. Esse não foi o caso. Além disso, deve-se ressaltar que os investimentos estrangeiros em ações são bastante voláteis, podendo ter, portanto, consequências bastante perversas sobre as bolsas e o mercado de câmbio.

## 7 EMPRÉSTIMOS EM MOEDA

A abertura financeira não apenas permitiu que investidores estrangeiros pudessem operar dentro do mercado financeiro doméstico, mas também possibilitou que empresas e bancos domésticos pudessem captar recursos através da colocação de *securities* nos mercados financeiros internacionais. O objetivo deste capítulo é traçar a evolução do processo de securitização que ocorreu no país ao longo da década de 1990 e avaliar o impacto que esse processo teve no investimento do país.

### 7.1 A SECURITIZAÇÃO

Os empréstimos em moeda referem-se aos recursos captados no mercado internacional através da emissão de *securities*. A securitização implica na captação direta de recursos por parte dos agentes econômicos (Estados, instituições financeiras e empresas) através da colocação de papéis próprios. Essa modalidade de captação externa (empréstimo em moedas através da colocação de títulos de dívida direta no mercado financeiro) tem a particularidade de ser um tipo de captação que está diretamente relacionada às recentes transformações ocorridas no sistema financeiro internacional, representando, dessa forma, a reinserção do país no novo padrão de financiamento externo das economias.

O processo de securitização do crédito está imediatamente associado à desintermediação financeira, uma vez que esta implica na troca de recursos entre agentes superavitários e deficitários através de um contato direto entre eles, sem a participação de um intermediário financeiro (bancário ou não-bancário). (BAER, 1993) No entanto, embora o termo desintermediação possa sugerir um afastamento dos intermediários financeiros, a consolidação da securitização, como opção de

captação de recursos por parte dos agentes econômicos, representou uma alteração substancial nos sistemas financeiros privados, a partir da qual os intermediários financeiros não-bancários tiveram sua importância aumentada e o papel tradicional dos bancos foi modificado. A alteração do papel das instituições bancárias nessa nova fase decorre do fato de que a transformação dos ativos financeiros em títulos que podem ser negociados tanto nos mercados de capitais domésticos como internacionais, dada a sua complexidade e os elevados volumes que envolvem, necessita de intermediários financeiros capazes de planejar, arquitetar, subscrever, custodiar e comercializar as operações financeiras. De fato, “a captação direta no mercado exige um bom conhecimento do seu funcionamento e a utilização regular de técnicas informatizadas que permitam a intervenção em tempo real nos diferentes mercados. Poucas empresas possuem o volume de negócios e as condições necessárias para assumir tais encargos, sem auxílio de um intermediário financeiro. Existe, portanto, espaço para os bancos e demais instituições financeiras exercerem atividades que são crescentemente demandadas pelas empresas”. (BNDES, 1991, p.4)

O fato fundamental para a consolidação da colocação direta de *securities* nos mercados financeiros como uma opção de captação de recursos por parte dos agentes econômicos foi a modernização da securitização dos créditos a partir do surgimento de novos produtos financeiros que vieram a ser desenvolvidos a partir do início da década de oitenta, num processo acelerado de introdução de inovações financeiras. Dessa forma, o processo de securitização do crédito implica tanto na utilização crescente da colocação de títulos tradicionais (*bonds*, *notes* e ações), quanto na utilização das novas formas financeiras surgidas recentemente.

Existem atualmente inúmeros instrumentos de securitização, todos tendo como base os dois segmentos de inovações financeiras: as operações de proteção contra o risco e as operações de financiamento.

O surgimento de várias formas financeiras de financiamento (eurobônus, *euronotes*, *commercial papers*, securitização de recebíveis, etc., os quais serão

explicados mais adiante) ampliou as alternativas de obtenção de recursos para financiamento, que deixaram de se limitar apenas às formas convencionais de securitização e foram se modificando a partir da incorporação dos novos produtos financeiros.

Além das inovações na área de financiamento, surgiram também várias outras formações financeiras designadas à redução ou transferência de riscos, conhecidas como derivativos, que são contratos cujo valor está baseado no valor de outro ativo subjacente, como ações, títulos, hipotecas, *commodities* ou moeda estrangeira, e que podem assumir a forma tanto de contratos futuros como de opções (DEOS, 1998). As operações com derivativos envolvem os mercados de futuros, de opções e a termo e as operações de *swaps*.

No Brasil, as operações com derivativos foram regulamentadas através da Resolução nº 2.012, de 30/07/93. A partir dessa Resolução, passou a ser permitido que as empresas do setor privado realizem operações de *hedge* no exterior (seja com instituições financeiras ou em bolsas) com o objetivo de proteção contra o risco de variações de taxas de juros, de paridades entre moedas e de preços de mercadorias, no mercado internacional.

É importante ressaltar que esses novos produtos financeiros que se desenvolveram na década de 80 são, por um lado, fruto da instabilidade financeira da década de 80, mas, por outro lado, souberam aproveitar as oportunidades de ganhos extraordinários derivados dessa mesma instabilidade.

O surgimento e a rápida evolução das inovações financeiras abriram um espaço enorme à especulação, fator principal da configuração atual do sistema financeiro internacional; não se pode subestimar o fato de que as operações de financiamento e proteção ao risco vêm se fundindo de forma a gerar um complexo novo de operações, que tem possibilitado uma enorme flexibilidade nas captações de recursos. Ou seja, a combinação das operações de proteção ao risco e das operações de financiamento tornou a captação de recursos através da emissão direta de títulos

de dívida extremamente flexível em termos de prazo, risco e remuneração e de associação com títulos de derivativos.

No que diz respeito à flexibilidade em termos de prazos, a emissão de bônus com a inclusão de opção<sup>59</sup> de venda, *put options*, por exemplo, oferece ao investidor a possibilidade de resgate antecipado em relação ao prazo de vencimento do *bônus*. “Por exemplo, um *bônus* cujo prazo de maturação seja de oito anos pode incorporar opções de venda anuais, a partir do terceiro ano”. (AURÉLIO, 1999, p.77) Esse tipo de opção possibilita aos agentes brasileiros a colocação de título de mais longo prazo no mercado internacional.

No que diz respeito à diversificação em termos das moedas de denominação, deve-se ressaltar a importância da combinação da emissão de títulos com a utilização de *swaps*<sup>60</sup>. Como exemplifica Aurélio, (1999, p.77-8)

uma firma que deseja um empréstimo em dólares por dez anos, a uma taxa de juros fixa, pode ter, como alternativa mais acessível, a emissão de *bônus* de dez anos, a taxas de juros flutuantes, denominadas em marcos alemães. O passo seguinte consistiria em combinar essa emissão com a troca de marcos por dólares no mercado *spot* e a contratação de um *swap* de câmbio. Por meio dessa operação, o emissor de *bônus* ofertaria um fluxo de dólares em troca de um fluxo de marcos, com os quais honraria suas obrigações em marcos. A operação é completada com um *swap* de juros, que transforma obrigações a taxas de juros flutuantes por obrigações a taxas de juros fixas.

Tais combinações permitem ao agente emissor um maior casamento entre as operações ativas e passivas.

A maior flexibilidade decorrente dos inúmeros instrumentos de securitização que surgem a partir da combinação das operações de financiamento e de

---

<sup>59</sup> As opções atualmente são realizadas sobre ações, índices de ações, moedas estrangeiras, *commodities*, instrumentos de débito e até mesmo contratos futuros, podendo tanto ser opções de venda (*put option*) como de compra (*call option*). Através de opção de compra, o investidor adquire o direito de comprar um determinado ativo referenciado, a um preço preestabelecido, em uma data. Por outro lado, ao adquirir uma opção de venda (*put option*), o investidor adquire o direito de vender um certo ativo referenciado, a um preço preestabelecido, em uma certa data.

<sup>60</sup> Segundo DEOS, (1998) os *swaps* são, basicamente, um conjunto de contratos a termo, podendo ser utilizados para fazer estratégias de proteção por vários períodos.

transferência de riscos tem o potencial de ampliar consideravelmente os mercados secundários por esses títulos, aumentando a liquidez dos mesmos, o que os torna bastante atraentes aos investidores.

Assim, a alta liquidez que os títulos de dívida direta oferecem aos investidores, somada a sua flexibilidade e diversificação, possibilitou a consolidação da securitização como uma alternativa ao financiamento dos agentes econômicos.

## 7.2 A SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

No Brasil, desde os anos 1960, a emissão de *notes* e *bônus* já era permitida legalmente, uma vez que o lançamento de títulos no exterior, sob forma de *bônus* e *commercial papers*, está amparado na Lei 4131/62. No entanto, durante os anos 70, os empréstimos bancários sindicalizados representavam a alternativa de crédito externo mais abundante e de menor custo à época. Durante os anos 80, devido à crise da dívida externa, o país ficou completamente excluído do circuito financeiro internacional. Somente nos anos 1990, a emissão de *euronotes* e *eurobônus* no mercado internacional tornou-se uma opção de financiamento às empresas brasileiras.

Embora as transformações ocorridas no sistema financeiro internacional (vistas anteriormente) tenham um papel fundamental na reinserção do Brasil no circuito internacional, alguns fatores de ordem interna também exerceram papel fundamental em estimular a entrada de recursos externos através da captação via empréstimos em moeda.

Em primeiro lugar, a manutenção do elevado diferencial entre juros internacionais e juros internos, que perdurou ao longo de toda a década de 1990,

contribuiu para tornar a captação de recursos externos através da colocação direta de *securities* nos mercados financeiros internacionais uma alternativa bastante atrativa às empresas brasileiras, uma vez que os custos eram mais baixos que os custos do financiamento interno e dos empréstimos bancários externos. Essa alternativa tornou-se também bastante atrativa ao setor bancário brasileiro, pois, dada a magnitude do diferencial de taxas de juros, foi possível aos bancos a captação externa com custos baixos para o repasse interno com uma margem considerável.

Além disso, foi de crucial importância o fato de que, no início da década de 1990, havia no país um setor privado financeiramente consolidado, caracterizado por um baixo grau de endividamento, capaz de se tornar agente na captação de recursos externos via crédito securitizado<sup>61</sup>. A existência de um setor privado reestruturado financeiramente capacitou às grandes empresas líderes a entrarem no circuito financeiro internacional, possibilitando-as a captar recursos internacionais a taxas de juros bem inferiores às obtidas no mercado de crédito doméstico. Para que isso ocorresse, contudo, contribuiu, além dos baixos níveis de endividamento do setor privado brasileiro, o represamento dos investimentos das empresas transnacionais ao longo dos anos 1980.

Destaca-se também a mudança do marco regulatório pois, no início dos anos 1990, a legislação já existente sobre o lançamento de títulos (*bônus, notes e commercial papers*) no exterior foi ampliada de forma a permitir a emissão desses instrumentos por parte das instituições financeiras, nos termos da Resolução nº 63, ou seja, para repasse interno dos recursos corrigidos pela variação cambial, através da Resolução do CMN nº 1.835, de 31/7/1991. De acordo com a legislação anterior, os bancos só tinham permissão para o repasse de recursos captados através de empréstimos bancários. “Assim, a regulamentação dos repasses de recursos externos pelos bancos foi adaptada às novas condições vigentes no mercado financeiro internacional”. (PRATES & FREITAS, 1999, p. 63) A permissão às instituições

---

<sup>61</sup> Sobre o processo de reestruturação financeira do setor privado ao longo da década de 80, ver ALMEIDA (1988).



financeiras para colocarem títulos de dívida direta no exterior transformou os bancos operando no país em um dos principais agentes do processo de securitização.

Finalmente, o processo de reinserção do Brasil no circuito financeiro internacional através da securitização foi consolidado após a formulação do Plano Brady, no final da década de 1980.

A partir da segunda metade dos anos 1980, frente à necessidade das instituições credoras se ajustarem à persistente dificuldade de pagamento da dívida externa pelos países em desenvolvimento e, também, em sintonia com os novos rumos que o sistema financeiro internacional estava tomando, os títulos da dívida externa dos países desenvolvidos passaram a ser negociados com desconto num mercado secundário criado pelos próprios credores privados. Dessa forma, os títulos de dívidas externas dos países endividados passaram a engrossar o processo de securitização.

O Plano Brady, proposto em março de 1989 pelo então Secretário do Tesouro americano, Nicholas Brady, endossado pelo FMI e pelo BIRD, “incluía a redução voluntária da dívida de longo prazo (cerca de US\$ 70 bilhões de um total de US\$ 340 bilhões) e a concessão de novos créditos co-financiados pelos agentes privados e instituições multilaterais, desde que esses países adotassem programas de reestruturação econômica”. (LIMA, 1997, p.195) O Plano permitia aos bancos credores trocar antigos créditos contra obrigações de 30 anos, com taxa de juros inferior à taxa de mercado. Embora o Plano Brady apenas institucionalizasse um movimento de redução da dívida que já estava acontecendo nos mercados financeiros secundários, a adesão ao mesmo implicava a aceitação das condicionalidades impostas pela comunidade financeira internacional e pelas instituições multilaterais. Dessa forma, a negociação da dívida externa brasileira nos termos do Plano Brady se constituiu não apenas num elemento importante para o reingresso do país no sistema financeiro internacional, como também abriu caminho para as reformas econômicas que ocorreram no país a partir do início da década de 1990.

### 7.3 AS OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO

Como já visto, a maior flexibilidade da captação de recursos através da emissão dos títulos de dívida direta permite o desenho de diversos tipos de operações de financiamento. No Brasil, os lançamentos desses títulos no mercado internacional estão sob o controle do Banco Central. Desde que sejam respeitadas as regulamentações do Banco Central, é possível formular diferentes operações que atendam às demandas do mercado desejado.

Os principais instrumentos utilizados por empresas e instituições financeiras no Brasil para emissão de títulos no exterior são:

- Bônus e *Notes*: Os bônus e *notes*<sup>62</sup> internacionais são títulos de dívida direta emitidos no mercado internacional de crédito, com prazo de maturação de 1 a 5 anos. Podem ser emitidos com taxas de juros flutuantes (*Floating Rate Notes* e *Floating Rate Certificates of Deposit*) ou fixa (*Fixed Rate Notes* e *Fixed Rate Certificates of Deposit*), embora as colocações predominantes sejam realizadas com taxas fixas. São títulos denominados em dólares e vendidos com desconto em relação ao valor de face e o custo é definido em pontos-base acima da taxa paga por Títulos do Governo norte-americano (STUDART, 1998). Os *Fixed Rate Notes* são atualmente os instrumentos mais utilizados pelas empresas brasileiras e pelos bancos nas operações de repasse de recursos externos, enquanto que os governos são mais ativos na emissão de títulos com taxas de juros flutuantes. Existem também a *Note Insurance Facility* (NIF), que são papéis de curto/médio prazos que embora sejam emitidos pelo próprio tomador, estão sob garantia de subscrição de um

---

<sup>62</sup> Eurobônus e *euronotes* são bônus e *notes* denominados em dólar, mas lançados fora dos Estados Unidos.

intermediário financeiro que se compromete a comprar a parcela que o emissor não conseguiu vender ou a conceder um crédito equivalente a essa diferença (*standby loan*). Dessa forma, para o emissor existe a garantia de captação do total do valor emitido. Esse tipo de operação surgiu em 1981 e rapidamente assumiu uma parcela expressiva do total dos fluxos internacionais de crédito, principalmente as lastreadas em títulos de curto prazo.

- *Commercial papers*: São títulos lançados no exterior que têm como lastro as previsões de faturamento do emissor. São papéis prefixados de curto prazo com taxas de juros referenciadas pela *Libor* mais um *spread* fixado pelo Banco Central. Podem ser emitidos tanto por instituições financeiras (nos moldes da Resolução 63, pela qual uma instituição financeira no país contrata empréstimos no exterior e os repassa internamente às empresas), como por empresas não-financeiras. Como são títulos de curto prazo e não subscritos pelos bancos, em geral, esse tipo de título só é viável para clientes de excelente risco.
- Títulos e debêntures conversíveis em ações: Esse tipo de título é uma das inovações financeiras desenvolvidas na década dos 1980. São papéis de renda fixa, emitidos no mercado internacional de capitais com a opção de conversão em papéis de renda variável pelo investidor estrangeiro. A partir da Circular nº 2199 de 16/7/1992, o Banco Central passou a permitir às empresas brasileiras a colocação desse tipo de título no mercado financeiro internacional. Existem três tipos diferentes de títulos: os *bônus* conversíveis, os *bônus* cambiáveis e os *warrants* (*bônus* com garantia). Através dos **bônus conversíveis**, a empresa emissora oferece ao investidor a possibilidade de resgatar o principal no vencimento ou trocar os títulos por ações de sua própria emissão, negociados em bolsas de valores e transformando o que era empréstimo em investimento. Para o investidor, os *bônus* conversíveis têm a vantagem de ser uma opção de menor risco do que a compra direta de ações,

uma vez que o investidor não se arrisca a perder o seu capital inicial e, durante o período de validade do bônus, o pagamento dos juros é mantido. A desvantagem desse tipo de bônus é a sua menor liquidez quando comparado com as ações. No que diz respeito aos **bônus cambiáveis**, por meio destes, a empresa emissora oferece ao investidor a chance de trocar os títulos por ações de outra empresa, também negociadas nas bolsas, mas de propriedade deste devedor. Finalmente, os *warrants* são bônus que combinam um rendimento fixo com a conversibilidade parcial ou total do título em algum ativo, (ações, *commodities* e índices de bolsa de valores). Na verdade, funcionam como cupons anexados aos títulos, oferecendo ao investidor o direito de comprar algum ativo previamente estabelecido a um determinado preço, independentemente do recebimento do valor dos juros e do principal do título. A opção de *warrant* ajuda a baratear o custo da emissão do bônus e transforma o *status* do investidor que deixa de ser credor e torna-se acionista. Além disso, a parte conversível pode ser negociada separadamente nos mercados secundários.

- *Export securities* (Resolução n. 1.834, de 26/6/1991): São títulos que as empresas colocam no mercado financeiro internacional que têm como lastro as suas receitas futuras decorrentes de exportações ou qualquer receita a receber. Como a securitização de exportações é uma operação muito complexa e envolve volumes captados geralmente elevados, no Brasil são principalmente as empresas exportadoras multinacionais que têm utilizado esse tipo de instrumento. A vantagem da emissão de *export securities* é que permite ao exportador obter financiamento no exterior a custos mais baixos, pois esse tipo de título está garantido em um fluxo de recursos em moeda forte (STUDART, 1998). A sua desvantagem é o risco de perda de flexibilidade financeira no futuro.
- Securitização de empréstimos: É a transformação de empréstimos em títulos negociáveis e revendidos para investidores que estão interessados em

aplicações com prazos menores que os *bônus* e *notes* (eurobônus e *euronotes*). Na verdade, o conceito global de securitização vale para todo tipo de transformação de empréstimos em títulos (FORTUNA, 1997).

- Securitização de recebíveis (Resolução do CMN nº 200026/93): Consiste na compra de créditos de uma empresa, decorrentes de crédito ao consumidor, por parte de uma empresa criada com esse propósito específico. É uma alternativa de crédito com taxas de juros mais baixas, pois a securitização dos ativos líquidos da empresa, que servem de lastro, implica na redução do risco. “A primeira operação realizado no país foi a da Mesbla Trust, vindo depois operações feitas por Bom Preço, Abril, Mappin e Bahia Trust” (SOUSA, 1998, p.169).

Os dados abaixo, expostos na tabela 20, são relativos aos empréstimos em moeda para a década de 1990, de acordo com a metodologia de registro dos Boletins do Banco Central utilizada até 2000. A partir de janeiro de 2001, o Banco Central passou a divulgar o Balanço de Pagamentos de acordo com a metodologia contida na 5ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> Ver Notas Metodológicas do Banco Central, 2001.

TABELA 20 PARTICIPAÇÃO DE *BONUS*, *NOTES*, *COMMERCIAL PAPERS* E *EXPORT SECURITIES* NO TOTAL DE EMPRÉSTIMOS EM MOEDA EXTERNA (%) NO BRASIL: 1990 – 1999.

Período	<i>Commercial</i>		<i>Export</i>	Outros
	<i>papers</i>	<i>Bonus e Notes</i>	<i>securities</i>	
1990	56,1	5,2	-	38,7
1991	40,4	34,2	6,3	19,1
1992	15,0	60,6	0,4	24,0
1993	3,0	69,0	6,1	21,9
1994	2,1	68,1	3,0	26,8
1995	2,4	60,8	3,1	36,7
1996	2,3	64,3	1,6	31,8
1997	1,3	57,5	0,6	40,6
1998	1,1	44,3	0,5	54,1
1999	3,8	40,8	0,9	54,5

Fonte: Boletim do Banco Central – vários anos.

A tabela 20 mostra a crescente importância da colocação de bônus e *notes* no mercado financeiro internacional, ao longo do período, como forma de captação de recursos externos.

## 7.4 A CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS PELAS EMPRESAS E BANCOS

A reinserção do país no sistema financeiro internacional aumentou o endividamento das empresas privadas em moeda estrangeira ao longo da década de 1990. A crescente captação de recursos externos, através da emissão de títulos da dívida direta nos mercados financeiros internacionais, foi responsável pelo ajuste na estrutura de financiamento das grandes empresas em direção ao crescimento da participação dos recursos de terceiros na composição do financiamento das empresas brasileiras. Segundo Pereira (2001), o grau de endividamento das grandes empresas privadas no Brasil passa de 37,9% em 1991 para 48,7% em 1998.

Moreira & Puga (2000), ao analisarem a estrutura de financiamento das firmas não financeiras brasileiras, concluem que embora as empresas brasileiras ainda dependam fortemente da geração de recursos internos para financiar seu crescimento, no período entre 1993 a 1999 houve um crescimento significativo de emissões de títulos no exterior pelo setor privado não financeiro (embora esse crescimento não tenha sido monotônico), que passou de US\$ 2.747 milhões em 1993, chegando ao pico de US\$ 24.201 milhões em 1998 e caindo para US\$ 11.051 milhões em 1999.

As razões para o aumento do endividamento das empresas<sup>64</sup> estão na interação entre a mudança das condições da oferta de recursos externos disponíveis

---

<sup>64</sup> É importante ressaltar que o processo de aumento do grau de endividamento em moeda estrangeira não se refere apenas às grandes empresas industriais privadas. No início dos anos 1990, as principais empresas tomadoras de recursos eram as estatais e filiais estrangeiras, que aproveitaram a liquidez internacional e os elevados níveis de diferencial de juros internos e externos e começaram a lançar títulos no exterior.

para os países em desenvolvimento, no surgimento das inovações financeiras e nos fatores internos que afetaram a macroeconomia brasileira ao longo da década de 90.

Considerando-se que o presente trabalho já abordou anteriormente tanto a questão das transformações ocorridas pelo lado da oferta de recursos externos como das inovações financeiras, pretende-se discorrer daqui para frente sobre os fatores internos que levaram as grandes empresas aos mercados financeiros internacionais.

Primeiramente, considerando-se os coeficientes de investimento do Brasil para a década de 1990 e principalmente para os primeiros anos da década (expostos na tabela 1), deve-se ressaltar que, embora tenha havido um modesto crescimento do coeficiente de investimento a partir de 1994, não há nenhum indício de que o aumento do grau de endividamento das empresas tenha se originado da necessidade de financiamento da expansão do investimento produtivo. Os dados sugerem que a busca de fundos externos pode ter financiado a expansão do capital de giro e a retomada gradual do miniciclo de investimentos em modernização.

Essa constatação nos leva a acreditar que as causas para o retorno do endividamento em moeda estrangeira por parte das grandes empresas no Brasil relacionam-se, fundamentalmente, com a condução da política macroeconômica do país na década de 1990, frente ao novo contexto financeiro internacional.

Durante os anos 1980, num contexto de alta inflação, racionamento do crédito externo e retração do produto industrial, as grandes empresas no Brasil foram capazes de preservar sua margem de rentabilidade através da combinação de elevados *mark ups* com intensa redução do uso de fundos de terceiros no seu esquema de financiamento, ampliando a margem de autofinanciamento. A tendência em direção à redução do grau de endividamento ao longo dos anos 1980, levou as grandes empresas privadas a um processo de reestruturação financeira<sup>65</sup>. Dessa forma, no início dos anos 90, o setor privado brasileiro já apresentava uma intensa redução do uso de fundos de terceiros na sua composição de financiamento,

---

<sup>65</sup> Sobre o processo de reestruturação financeira das empresas brasileiras após a crise da dívida externa, ver ALMEIDA (1988).



tornando-se apto a lançar-se na captação de recursos externos via crédito securitizado.

A política de elevação das taxas de juros reais internas viabilizou o aumento dos empréstimos externos e reforçou a tendência pró-endividamento do início da década de 90, uma vez que tornou os recursos internos mais caros e escassos<sup>66</sup>. Num contexto de baixas taxas de juros externas, tornou-se expressivo o diferencial do custo de captação externa de financiamento. Em abril de 1997, o custo de captação de recursos interno para capital de giro (através do sistema bancário) era de 34%, enquanto que o custo da captação externa através da emissão de *euronotes*, também em abril de 1997, era de 12,1% a 14,5%, além do risco cambial. (BIELSCHOWSKY et al., 2002, p.209).

A abertura comercial do início dos anos 1990 também desempenhou um papel fundamental nesse processo de retomada do endividamento nos mercados financeiros internacionais através da securitização, uma vez que, a partir de então, as empresas encontraram menos espaço para praticar elevados *mark ups*.

O fator decisivo para a consolidação da tendência de retomada do endividamento foi, no entanto, a estabilização da moeda alcançada após o Plano Real em 1994. A combinação de abertura comercial com estabilização de preços, após 1994, restringiu acentuadamente a margem de autofinanciamento das empresas industriais através da imposição da redução dos *mark ups* praticados. “Os índices de *mark ups* industriais transitaram de um valor médio de 113,8, em 1990, para (...) a marca de 93,2 em 1996, em virtude da combinação de liberalização comercial e estabilização com câmbio apreciado”. (PEREIRA, 2001, p.96)

Finalmente, deve-se ressaltar que a adoção de uma política cambial que sinalizava com a redução dos riscos para empréstimos externos, uma vez que era capaz de fornecer previsibilidade à taxa de câmbio nominal, também operou como

---

<sup>66</sup> É importante lembrar que esta não foi a primeira vez na história econômica recente do país que o diferencial de juros estimula a captação de recursos externos por parte das empresas do país. Nos anos 70, o governo usou deliberadamente o diferencial de juros interno e externo para estimular as empresas a captarem recursos externos.

força indutora para que os tomadores de primeira linha pudessem retornar aos mercados financeiros internacionais. Dessa forma, a mudança do regime cambial ocorrida em janeiro de 1999 desmontou um dos alicerces de sustentação das políticas de estímulo ao endividamento em moeda estrangeira, devido ao aumento do risco cambial.

Em resumo, o aumento do endividamento das empresas não reflete uma necessidade de financiamento de novos investimentos produtivos, mas antes, um cenário macroeconômico bastante propício para que as empresas buscassem recursos nos mercados financeiros internacionais.

Conclui-se, dessa forma, que, principalmente a partir de 1994, a expansão do endividamento em moeda estrangeira relacionou-se ao esforço de recomposição dos patamares de rentabilidade das grandes empresas no Brasil, que, num contexto de abertura econômica e estabilização dos preços, sofreram forte pressão restritiva nos seus *mark ups*. De fato, de acordo com a tabela 21, os rendimentos das grandes empresas brasileiras começaram a melhorar a partir de 1994, mantendo-se em alta até 1998.

TABELA 21 -RENDIMENTO MÉDIO REAL DAS GRANDES EMPRESAS  
BRASILEIRAS (ÍNDICE: JUL./94 = 100), BRASIL: 1990-1999.

	1990/92	1993/94	1995/97	1998	1999
Período	(média)	(média)	(média)		
Rendimento Real	99,3	103,5	142,67	128,7	121,6

Fonte: BIELSCHOWSCHY et al., 2002.

Não se deve, contudo, subestimar o fato de que o pano de fundo desse ajuste era uma política macroeconômica doméstica, calcada no uso de políticas de câmbio e de juros com o objetivo de estimular a entrada de capitais externos, que se tornaram novamente disponíveis aos países em desenvolvimento, na década de

1990, e que acabaram gerando um aumento do endividamento externo do país. É importante lembrar que dentre todas as modalidades de capital externo que retornam ao país, os empréstimos em moeda são, por excelência, os que geram como contrapartida o aumento do endividamento externo.

Dentro do processo de captação de recursos externos, os bancos operando no país têm cumprido dois papéis distintos.

Primeiramente, embora nos anos 1990 a crescente importância das emissões de títulos nos mercados de capitais e o aumento dos créditos de curto prazo em detrimento dos empréstimos sindicalizados de médio e longo prazo, trouxessem alterações no papel desempenhado pelos bancos, estes não tiveram sua importância reduzida. Os bancos desempenham um papel essencial na emissão de títulos no exterior por parte das empresas. De fato, como afirmam Prates & Freitas (1999, p.78):

no processo de diversificação das fontes de recursos através da emissão de títulos no mercado externo, de renda fixa e variável, as empresas não-financeiras recorrem aos bancos, (...) seja no fornecimento de consultoria especializada, seja na estruturação e montagem das operações, seja na subscrição das emissões, seja ainda na concessão de aval.

De fato, assim como ocorre nas operações de empréstimos sindicalizados, o banco líder utiliza-se da boa reputação e credibilidade que desfruta no mercado, a fim de viabilizar a operação, através da montagem do programa de emissões de títulos no mercado internacional.

Em segundo lugar, sendo os bancos também agentes econômicos que buscam oportunidades mais lucrativas, eles também se inseriram no sistema financeiro internacional através da colocação de seus próprios papéis no mercado internacional como forma de captação de recursos.

De fato, para a década de 1990, a emissão de títulos no mercado internacional de capitais representou uma fonte significativa de captação de recursos tanto por parte do setor privado não-financeiro como do setor financeiro. O valor da

colocação de títulos autorizados pelo Banco Central passou de US\$ 12.149 milhões em 1993 para US\$ 25.863 milhões, em 1997. No entanto, ocorreu ao longo do período uma mudança na importância relativa dos dois setores. Até 1995, o setor privado financeiro foi o responsável por mais da metade das captações externas, enquanto que a partir de 1996, o setor privado não financeiro torna-se o principal tomador de recursos mediante a colocação de títulos (PRATES & FREITAS, 1999).

A abertura financeira no Brasil, diferentemente de outros países tal como a Argentina, não chegou a permitir depósitos de não-residentes em moeda estrangeira. Dessa forma, o único instrumento de canalização de capitais externos pelo sistema bancário para o setor privado é o repasse de recursos captados pelos bancos através de empréstimos bancários e da emissão de títulos no exterior, no âmbito das Resoluções n. 63, n. 2.148, n. 2.170 e n.2.312.

A Resolução 63 (21/8/67) é o instrumento mais antigo de repasse de recursos externos pelos bancos; contudo, a colocação de títulos no exterior por parte das instituições financeiras com o objetivo de captar recursos externos no âmbito da Resolução 63 só foi autorizada em meados de 1991. Os empréstimos realizados no âmbito dessa resolução podem ser direcionados apenas para pessoas jurídicas e canalizadas para operações de capital de giro, *leasing*, financiamentos de exportações e importações de bens de capital. As Resoluções n. 2148 (16/03/95) e n. 2170 (30/6/96) permitem a captação de recursos externos pelos bancos destinados ao repasse, tanto a pessoas físicas como jurídicas, para o financiamento agrícola e imobiliário, respectivamente. Já a Resolução n. 2312 (5/9/96) é destinada à captação de recursos externos para repasses a empresas exportadoras<sup>67</sup>.

Como reflexo da mudança na natureza dos fluxos internacionais de capitais na década de 1990, a captação de recursos externos se deu principalmente através da emissão de títulos no exterior, em detrimento da captação via empréstimos bancários, sendo que a principal modalidade de repasse foi através da Resolução

---

<sup>67</sup> Para as três Resoluções (n. 2148, 2170 e 2312), o prazo mínimo de captação é de 180 dias.

63<sup>68</sup>. Prates & Freitas (1999) afirmam, baseadas em estimativas dos principais bancos repassadores de recursos externos, que 80% dos repasses no âmbito da Resolução n. 63 foram utilizados para alongamento e redução do custo do passivo das empresas, as quais, dadas condições mais favoráveis, em termos de prazo e custo, trocaram uma dívida de curto prazo em moeda nacional, com juros elevados, por uma dívida de médio prazo indexada à variação cambial. Para as empresas, o custo das linhas de crédito através da Resolução n.63 situou-se numa faixa de 20% a 35% ao ano, mais correção cambial, dependendo do porte da empresa. Por outro lado, o custo total para os bancos ficou em torno de 11% no período de 1994/98, o que possibilitou, portanto, que os bancos obtivessem um ganho financeiro expressivo com essas operações. Além disso, “os bancos captaram os recursos com prazo de, no mínimo, 2 anos, e os repassaram a diversos prazos, que variaram de 30 dias a 3 anos, sendo que a maior parte ficou em torno de 90 dias”. (PRATES & FREITAS, 1999, p.88-89) De acordo com a legislação referente às Resoluções, é obrigatório o repasse dos recursos aos seus respectivos setores, porém, enquanto não forem repassados para os seus tomadores finais, esses recursos podem ser aplicados, temporariamente, em títulos públicos indexados ao câmbio (NTN cambiais) e no mercado interbancário de câmbio. Dessa forma, as operações de arbitragem com esses títulos foram muito comuns, principalmente nos períodos de maior diferencial de juros.

De acordo com Prates & Freitas (1999), um considerável volume de recursos também foi captado através da Resolução n. 2.148, a qual regulamenta os financiamentos ao setor rural. Esses recursos, no entanto, “não foram repassados na totalidade para a agricultura, pois essa Resolução foi utilizada, principalmente em 1997, nas operações de arbitragem com títulos cambiais”. (p.88) No que diz

---

<sup>68</sup> Segundo PRATES & FREITAS (1999), o Banco Central não divulga o volume de recursos captados via emissão de títulos no âmbito da Resolução 63, apenas os referentes aos empréstimos bancários diretos. Portanto, as autoras obtiveram essa informação com base em informações obtidas em entrevistas com os responsáveis pelos principais bancos repassadores de recursos externos e em jornais e revistas especializadas.

respeito às Resoluções n. 2.170 e n.2.312, “as captações e, conseqüentemente, os repasses ao setor imobiliário e às empresas exportadoras foram insignificantes”. (p.88)

No que diz respeito ao destino destes recursos, Prates & Freitas (1998, p.88), partindo das estimativas feitas pelos principais bancos repassadores de recursos externos afirma que:

80% dos repasses através da Resolução n. 63 foram utilizados para alongamento e redução do custo do passivo das empresas, que trocaram uma dívida de curto prazo em moeda nacional, com juros elevados, por uma dívida de médio prazo indexada à variação cambial. (...) O custo das linhas de crédito dessa Resolução, que depende do porte da empresa, situou-se numa faixa de 20% a 35% ao ano, mais correção cambial. Como o custo total para os bancos ficou em torno de 11% no período considerado, o ganho financeiro obtido nessas operações foi expressivo. Os bancos captaram recursos com prazo de, no mínimo, dois anos e repassaram a diversos prazos – que variaram de trinta dias a três anos, mas a maior parte ficou em torno de noventa dias – e diferentes tomadores finais.

Mais importante ainda: “enquanto os recursos não eram emprestados, os bancos aplicavam-nos no mercado interbancário ou em NTN-cambiais, quando permitido pela legislação”. (PRATES & FREITAS, 1998, p. 89)

Assim, a captação de volume expressivo de recursos externos não refletiu, entretanto, em mudança substancial na composição do *funding* fornecido pelo sistema bancário doméstico, nem no que diz respeito aos prazos nem aos custos. Devido às possibilidades de arbitragem de juros (dado o diferencial entre juros externo e interno), o endividamento externo foi direcionado, em grande parte, para aplicações em títulos públicos, principalmente para papéis indexados à variação cambial (PRATES & FREITAS, 1999). Conclui-se, dessa forma, que grande parte dos recursos externos captados pelos bancos foi utilizada em operações de arbitragem, através da compra dos títulos públicos, o que significa dizer que os recursos internalizados pelo setor privado financeiro foram repassados para o setor público mediante operações de esterilização.

## 7.5 CONCLUSÃO

Conclui-se, portanto, que a contribuição da captação de recursos externos via emissão direta de títulos no mercado financeiro internacional foi marginal para o financiamento do investimento das empresas. Por um lado, aquelas empresas privadas não financeiras que utilizaram essa alternativa buscaram recompor suas margens de rentabilidade, afetadas após a abertura comercial e o Plano Real. Por outro lado, no que diz respeito aos bancos, a captação de recursos externos através da securitização, com prazos mais longos e custos mais baixos, não foi suficiente para que o setor bancário disponibilizasse internamente crédito em melhores condições às empresas privadas. A opção do setor bancário foi manter as mesmas condições de crédito e, sempre que a legislação permitisse, a aplicação em títulos públicos.

## 8 CONCLUSÃO

Na década de 1990, o Brasil retornou ao circuito financeiro internacional. O retorno dos fluxos externos ao país deve ser entendido como resultante da interação entre as alterações ocorridas dentro da dinâmica do sistema financeiro internacional e os vários fatores relacionados às mudanças concretas realizadas no país, merecendo destaque tanto a definição de uma legislação que garante a mobilidade do capital internacional quanto o aumento da taxa de juros interna.

Os defensores da abertura financeira do país argumentavam que a entrada de recursos externos, dentro das novas tendências financeiras internacionais (*capital de portfolio* e securitização), poderia fortalecer o mercado de capitais doméstico, de forma a transformá-lo num instrumento alternativo ao modelo de financiamento baseado no endividamento bancário, vigente na economia brasileira desde fins dos anos 1960 e completamente exaurido. Acreditava-se também que a abertura do sistema bancário doméstico, para que as instituições financeiras estrangeiras pudessem operar no país, aumentaria a eficiência do setor de forma a garantir uma estrutura de crédito mais semelhante àquela dos países desenvolvidos.

A entrada dos bancos estrangeiros no sistema bancário doméstico realmente aumentou a eficiência do setor; contudo, a internacionalização do sistema bancário não foi suficiente para gerar mudanças de longo prazo referentes à oferta de crédito para o setor produtivo. Num ambiente de incertezas geradas pela fragilidade macroeconômica, a opção do setor bancário foi privilegiar a liquidez dos títulos de dívida pública, em detrimento da oferta de crédito. Nesse sentido, a estratégia dos bancos estrangeiros foi a de copiar o padrão de comportamento dos bancos domésticos. De fato, a própria internacionalização representou uma força desestabilizadora, exacerbando as incertezas e a fragilidade do novo padrão.

A permissão para que investidores estrangeiros pudessem investir diretamente no mercado financeiro doméstico foi uma outra faceta da abertura financeira.



Através deste expediente, acreditava-se que as aplicações de *portfólio* no mercado financeiro doméstico poderiam estimular o frágil mercado acionário brasileiro de forma a torná-lo uma opção de financiamento às empresas. Considerando-se que quase a totalidade dos investimentos estrangeiros em *portfólio* direcionou-se para a Bovespa, houve, de fato, uma dinamização do mercado acionário no país. No entanto, o aumento no volume de negócios não se refletiu na “pulverização” dos negócios da bolsa, uma vez que as aplicações dos investidores estrangeiros concentraram-se, sobretudo, em ações de empresas estatais em processo de privatização, diante das perspectivas de valorização após a privatização. Dessa forma, o mercado secundário de ações foi o segmento do mercado financeiro mais atingido pela entrada dos investimentos de *portfólio*.

A existência de um mercado secundário de ações fortalecido desempenha um papel fundamental no mercado acionário, pois garante a liquidez necessária para a dinamização do mercado primário. Dessa forma, embora o capital estrangeiro tenha direcionado-se à aquisição de ações no mercado secundário, a entrada desses recursos externos poderia ter, mesmo que indiretamente, um efeito significativo sobre o incremento do mercado primário de ações.

De fato, o aumento do volume de negócios acionários no mercado secundário aumentou, conseqüentemente, a liquidez das ações negociadas. No entanto, o fato de que a maior parte desses investimentos foi destinada à compra de ações de primeira linha das empresas estatais em processo de privatização, implica que a entrada desse capital externo não contribuiu para a redução do grau de concentração dos negócios da Bovespa e, portanto, não criou estímulos à emissão primária de ações. Dessa forma, o mercado acionário brasileiro continuou sendo fonte insignificante de financiamento para as empresas brasileiras.

Finalmente, o acesso de empresas brasileiras e instituições financeiras ao mercado internacional de capitais, através do processo de securitização, constituiu-se numa fonte alternativa de financiamento empresarial. A possibilidade de emissão e colocação de títulos diretamente no exterior possuía dupla função. Por um lado,

permitia que as empresas residentes não se limitassem apenas ao mercado financeiro doméstico a fim de obter recursos. Por outro lado, poderia também consolidar um sistema de financiamento diferente do crédito bancário, baseado na securitização e no mercado de capitais.

O processo de securitização, no entanto, também não se consolidou como uma nova modalidade de crédito, sendo que sua contribuição ao financiamento do investimento foi marginal. Primeiramente, essa modalidade de crédito foi marginal para o financiamento do investimento das empresas de pequeno e médio porte, que continuam dependendo do crédito bancário interno. Apenas as grandes empresas (muitas vezes empresas multinacionais que sempre tiveram acesso ao mercado internacional de capitais), optaram por emitir seus próprios papéis no exterior, diante dos menores custos envolvidos. O destino final desses recursos, no entanto, foi o de recompor as margens de rentabilidade das empresas, afetadas após a abertura comercial e o Plano Real.

No que diz respeito à captação externa dos bancos para repasse interno, essa modalidade não implicou numa mudança substancial na composição do *funding* fornecido pelo sistema bancário doméstico. Dado o diferencial entre juros externo e interno, o endividamento externo foi direcionado, em grande parte, para aplicações em títulos públicos, principalmente para papéis indexados à variação cambial.

Não se pode negar, contudo, que tanto o mercado de crédito como o mercado de capitais do país tiveram suas estruturas operacionais alteradas e modernizadas após a abertura financeira. Percebe-se que, de fato, a abertura financeira foi capaz de transformar o mercado financeiro doméstico de forma a adequá-lo às novas tendências e necessidades do sistema financeiro internacional. Essas transformações, no entanto, não foram capazes de consolidar formas alternativas de financiamento e com isso alavancar os investimentos produtivos no país.

Considerando-se que a integração brasileira ao sistema financeiro internacional representou uma integração entre parceiros desiguais, essa integração

acabou tendo as seguintes conseqüências, no que diz respeito à utilização dessa integração como forma de financiamento ao investimento produtivo:

- 1) No caso da securitização, embora ela possa ser um instrumento utilizado como forma de captação de recursos por parte dos países mais desenvolvidos, no caso brasileiro, assim como de todos os países menos desenvolvidos, o fato de não operar com uma moeda internacional implica em risco cambial para as empresas.
- 2) Por outro lado, por ser o parceiro mais frágil da integração, o país precisa manter uma taxa de juros interna elevada de forma a garantir a manutenção da entrada de capital. No entanto, quanto mais alto o nível da taxa de juros, mais frágil se torna o parceiro e maior a necessidade de manutenção de taxas de juros elevadas.
- 3) Esse fato contribui para reforçar a consolidação de um mercado de títulos de dívida pública que tem como característica a alta rentabilidade e baixo risco. Esses títulos são obviamente muito mais atrativos que qualquer título de longo prazo no mercado de capitais. Assim, a consolidação de títulos de longo prazo no mercado financeiro doméstico não irá concretizar-se enquanto não houver uma efetiva e drástica redução dos juros. Contudo, a manutenção de um diferencial de juros é necessária para que a integração continue ocorrendo: quanto mais desigual for o parceiro, maior será o diferencial exigido pelo mercado financeiro internacional.

É fato que a reinserção brasileira no sistema financeiro internacional transformou o mercado financeiro doméstico em um mercado mais dinâmico e mais diversificado. Esse incremento microeconômico do mercado financeiro doméstico, no entanto, não tem contribuído para o financiamento do investimento produtivo no país, o que nos leva a concluir que a integração tem apenas oferecido ao capital internacional novos espaços de valorização, apenas no âmbito financeiro.

Na verdade, a estrutura do sistema financeiro doméstico que se monta pós-abertura financeira está realmente relacionada à lógica do modelo de

desenvolvimento atual: uma lógica baseada na especulação financeira, na qual a “(...) lógica empresarial tornou-se subordinada e a (lógica) especulativa dominante”. (PRATES, 1999a, p. 65) Esse fato abre espaço para o desenvolvimento de mercados financeiros nacionais que não estejam vinculados ao financiamento do investimento produtivo interno, e sim apenas à valorização do capital financeiro, seja nacional ou internacional. Na esteira desse processo, pode-se abrir espaço para alguma forma de captação de recursos por parte das empresas produtivas, mas esse processo é marginal (talvez capaz de financiar um miniciclo de investimentos, mas não de sustentar uma substancial retomada do investimento de longo prazo).

Em tese, a abertura financeira poderia, por um lado, através dos influxos de capitais externos, consolidar canais institucionais de canalização de poupança, e, por outro lado, através da permissão para que instituições financeiras internacionais operassem no sistema financeiro doméstico, melhorar a oferta de crédito no país. No entanto, as condições nas quais se deu a inserção do país dentro do sistema financeiro internacional acabaram alimentando no país um mercado de títulos da dívida pública de curto prazo e alta liquidez, os quais gozam de vantagens comparativas *via-à-vis* outras aplicações de médio e longo prazo.

Com efeito, a abertura financeira ocorreu junto com a abertura comercial, como parte de uma política de estabilização em que a valorização cambial inicialmente desempenhou um papel chave. Nesse contexto, a liberalização financeira levou à valorização cambial, o desequilíbrio em conta corrente e ao endividamento externo, tornando, assim, o fechamento do Balanço de Pagamentos cada vez mais dependente da entrada de capital externo. O conseqüente aumento das taxas de juros elevava cada vez mais a dívida pública e o déficit fiscal e, ao mesmo tempo, aumentava o risco de *default* e a incerteza macroeconômica. Estavam assim criadas as condições de um círculo viciosos de altas taxas de juros, endividamento, desequilíbrio externo e risco crescente de *default*.

Além disso, a integração financeira implicou tanto na entrada de capitais de curto prazo, possibilitados pelas transformações financeiros e atraídos pela

existência no país de ativos financeiros domésticos com alta rentabilidade (privatização e empresas subvalorizadas); como no aumento do endividamento privado no exterior (através de bônus, *notes*, *commercial papers*, e a entrada de bancos estrangeiros que puderam lucrar no mercado de títulos da dívida pública).

Concluindo, a abertura financeira e a sua contrapartida, a integração financeira brasileira ao sistema financeiro internacional, poderiam consolidar a formação de novos arranjos financeiros, capazes de ampliar os canais de intermediação financeira alternativos ao crédito bancário. De fato, novos arranjos financeiros estão surgindo e modificando o perfil do sistema financeiro brasileiro. Contudo, esse novo perfil do sistema financeiro doméstico não apresenta funcionalidade ao financiamento do investimento produtivo. A falta de funcionalidade ao investimento produtivo não implica, contudo, que esses novos arranjos não sejam eficientes no seu objetivo primeiro: maximizar seus lucros e valorizar o capital. No entanto, a própria abertura financeira, dentro do atual contexto internacional, terminou sendo desestabilizadora macroeconomicamente, o que abriu espaço para que os agentes financeiros buscassem se tornar cada vez mais líquidos através da compra de títulos da dívida pública, contribuindo para que o mercado financeiro doméstico esteja cada vez mais desvinculado do financiamento do investimento produtivo e cada vez mais vinculado à lógica de valorização financeira.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALDRIGHI, D. M. *Financiamento e desenvolvimento econômico: teorias e a experiência coreana*. São Paulo: IPE/USP, 1997.
- AKYÜZ, Yilma, Financial liberalization: the key issues. Genebra: UNCTAD, Discussion Papers, nº 36, 1993.
- ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de, Financiamento e Desempenho Corrente das Empresas Privadas e Estatais, Relatório de Pesquisa n.3, Instituto de Economia do Setor Público, FUNDAP, São Paulo, ago., 1988.
- ALVES Jr. A; FERRARI, F.; PAULA, L.F. Crise Cambial, Instabilidade Financeira e Reforma do Sistema Internacional: uma abordagem pós-keynesiana. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, vol.4, n.1, p.79-106, jan.-jun., 2000.
- AMADEO, Edward, A globalização e sua dimensão trabalhista, *Notas sobre o Mercado de trabalho*, n.10, dezembro, 1998.
- ARIENTI, Patrícia Ferreira, O Brasil frente às transformações ocorridas no sistema financeiro internacional, III Congresso Brasileiro de História Econômica e IV Conferência Internacional de História de Empresas, *Anais...* (CD ROM) Curitiba, 29 de agosto a 1 de setembro, 1999.
- ARIENTI, Patrícia Ferreira & CAMPOS, Antônio Carlos de, Uma análise crítica ao modelo de crescimento econômico brasileiro da década de 1990. *Pesquisa & Debate* São Paulo, vol.14, nº1 (23), p.36-59, 2003.
- AURÉLIO, Marcela Meirelles, Poupança externa e o financiamento do desenvolvimento. In: PEREIRA, F., (org.) *Financiamento do Desenvolvimento Brasileiro*, Rio de Janeiro: IPEA, 1999, vol.1. Cap. 2.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL – BOLETIM DO BANCO CENTRAL – Vários números.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL – Depec (2001) Notas Metodológicas do Balanço de Pagamentos, *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, Brasília, nº 1, junho, 2001.

- BAER, Mônica, A Dinâmica Financeira Internacional nos Países Industrializados: Os anos 80, *Boletim de Conjuntura Internacional*. Seplan, Brasília, n.1, março, 1990.
- BAER, Mônica, *O Rumo Perdido: a crise fiscal e financeira do estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- BELLO, Terezinha da Silva, A Nova Crise Cambial, *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v.23, n.1, maio, 1995.
- BELLUZZO, L. G. de Mello, O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”, *Economia e Sociedade*, Campinas, n.4, p. 11-20, jun, 1995.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga & ALMEIDA, Julio Gomes de, *Depois da Queda: A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BIELSCHOWSKY, Ricardo et al., *Investimentos e Reformas no Brasil: indústria e infra-estrutura nos anos 1990*. Brasília: Ipea/Cepal, 2002.
- BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. *Mercado financeiro internacional: transformações e tendências*. Rio de Janeiro, 1991.
- BOVESPA, *Guia prático Bovespa para Investimentos Estrangeiros de Portfólio*, São Paulo, 2001.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos, O segundo Consenso de Washington e a quase-estagnação da economia brasileira, *Revista de Economia Política*, vol. 23, nº 3 (91), p.3-34, julho-set., 2003.
- CAMDESSUS, Michel, The Asian financial crisis and the opportunities of globalization, Second Committee of the United General Assembly, New York, October, 31, 1997.
- CARVALHO, Antônio Gledson de, Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. Texto para Discussão n. 06, IPE/USP, 2000.

- CARVALHO, Carlos Eduardo & OLIVEIRA, Guiliano Contendo de, Fragilização de grandes bancos no início do Plano Real, *Nova Economia*, Belo Horizonte, vol. 12, n.1; p.69-84; jan./jun., 2002.
- CARVALHO, Carlos Eduardo, STUDART, Rogério & ALVES Jr. Antônio José, Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência recente. Texto para Discussão, Ipea, Brasília, maio, 2002.
- CARVALHO, F. C. Sistema financeiro internacional: tendências e perspectivas, In: PINTO JR, H.; OLIVEIRA, A. (Orgs.) *Financiamento do Setor Elétrico Brasileiro*: Inovações financeiras e novo modo de organização industrial. Rio de Janeiro: Garamond, 1998. Cap. 2.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim, The Recent Expansion of Foreign Banks in Brazil: first results, *Working Paper Series*, University of Oxford Center for Brazilian Studies, CBS- 18-01, 2001.
- CARVALHO, Fernando, J. Cardim; SOUZA, Franscisco Eduardo Pires de; SICSÚ, João & STUDART, Rogério, *Economia Monetária e Financeira*: Teoria e Política. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.
- CHICK, Victoria, *Macroeconomia após Keynes*: Um reexame da Teoria Geral, Rio de Janeiro : Forense Universitária, 1993.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo, *Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira*, Campinas, SP: Editora da Unicamp, 1999a.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo, A dependência sem desenvolvimento: os limites e contradições da inserção internacional brasileira nos anos 90. *Revista Paranaense de Desenvolvimento*, Curitiba, n. 97, p.3-32, set./dez., 1999b.
- CNI, *Financiamento no Brasil*: desafio ao crescimento. Brasília, 2003.
- CORAZZA, Gentil, Crise e Reestruturação Bancária no Brasil, *Anais .....ANPEC*, Campinas, 2000.
- CORRÊA, Vanessa Petrelli, A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento, Tese de Doutorado, Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas, 1995.



- CORRÊA, Vanessa Petrelli & ALMEIDA FILHO, Niemeyer, Mudanças Fundamentais na Estrutura de Financiamento Brasileira nos anos 90: alterações de propriedade e continuação da lógica especulativa. In: VI Encontro de Economia Política da SEP, *Anais..* (CD ROM), Curitiba, junho de 2001.
- COSTA, Fernando Nogueira da, Circuito de financiamento na economia brasileira, *Economia e Sociedade*, n.9, p. 69-93, dez. 1997.
- COUTINHO, Luciano A fragilidade do Brasil em Face da Globalização, BAUMANN, R. (Org.) *O Brasil e a Economia Global*, Rio de Janeiro: Campus: SOBEET, 1996. Cap. 11.
- CRUZ, P. R. D. C., *Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento: a experiência brasileira dos anos setenta*. São Paulo: Brasiliense, 1984.
- CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas, Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra. *Economia e Sociedade*, n.3, p. 65-80, dez. 1994.
- DEOS, Simone Silva, Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais, *Ensaio FEE*, Porto Alegre, vol.19, n.2, p.38-81, 1998.
- DIAZ-ALEJANDRO, Carlos, Good-bye financial repression, hello financial crash, *Journal of Development Economics*, North-Holland, n. 19, p. 1-24, 1985.
- EDWARDS, Sebastin, Crisis and Reform in Latin America: From despair to hope. Banco Mundial, Oxford University Press, 1995.
- FANELLI, José Maria; FRENKEL, Roberto & ROZENWURCEL, Guillermo, Crescimento e Reforma Estrutural na América Latina: onde estamos. ZINI Jr., Álvaro Antônio (org.) *O Mercado e o Estado no Desenvolvimento Econômico nos Anos 90*, IPEA: Brasília, Série IPEA, n.137, 1993.
- FIORI, José Luís, 1."Tulipas, moedas e reformas." 2."Que horas são?" 3. "Em busca do dissenso perdido", Texto para Discussão, Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, n.351, dez, 1995.
- FIPE, *Informações Fipe*, n. 239, agosto, p. 6, 2000.

- FISCHER, Stanley Capital account liberalization and the role of the IMF, Asian Crisis and the IMF, in: IMF Seminar, September 19, 1997.
- FORTUNA, Eduardo, *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 10ª Edição, Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.
- FRANCO, G. A inserção externa e o desenvolvimentismo. *Revista de Economia Política*, 18 (3), p.121-143, jun.-set., 1998.
- FREITAS, Maria Cristina Penido de, A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a instabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.8, p. 51-83, jun. 1997.
- FREITAS, Maria Cristina Penido, Abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro. In: FREITAS, Maria Cristina Penido de (org.), *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos anos 90*, São Paulo: Fundap: Papesp; Brasília: Ipea, 1998.
- FREITAS, Maria Cristina Penido & PRATES, Daniela Magalhães, A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências, *Economia e Sociedade*, Campinas, n.17, p.81-111, dez. 2001.
- FRENKEL, Roberto, Capital market liberalization and economic performance in Latin America, Working Paper n. 1, CEPA, New School for Social Research, New York, maio, 1998.
- GOLDENSTEIN, Lídia, *Repensando a Dependência*, Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1994.
- GONÇALVES, R., Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, R. (Org.) *O Brasil e a Economia Global*. Rio de Janeiro: Campus: SOBEET, 1996, cap. 6.
- HERMANN, Jennifer, Financiamento de investimentos no Brasil: evolução recente, quadro atual e perspectivas. In: OLIVEIRA, Adilson, PINTO JUNIOR, Helder Queiroz, *Financiamento do setor Elétrico Brasileiro: Inovações*

- Financeiras e Novo Mundo de Organização Industrial. Editora Garamond Ltda.: Rio de Janeiro, 1998. Cap. 1.
- HERMANN, Jennifer, Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, J., OREIRO, J. L. & PAULA, L.F. (Org.), *Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento e a estabilidade de preços*. São Paulo: Fundação Konrado Adenauer – Stiftug, 2003. Cap. 7.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics – Yearbook*, Washington, 1998 e 2000.
- KEYNES, John Maynard, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, São Paulo: Abril Cultural, 1983.
- KREGEL, J. A., Was there an alternative to the Brazilian crisis? *Revista de Economia Política*, vol. 19, nº 3 (75), p. 23-38, jul.- set., 1999.
- LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua, *Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina*. São Paulo: Bienal, 1997.
- McKINNON, R. I., *Money and capital in economic development*. Washington, DC: The Brookings Institution, 1973.
- McKINNON, R. I., The Order of Economic Liberalization: lessons from Chile and Argentina, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 17, North-Holland Publishing Company, 1982, p.159-186.
- McKINNON, R. I., Financial Liberalization in Retrospect: interest rate in LDCs, In: RANIS, G. & SCHULTZ, T. P., *The State of Development Economics: progress and perspectives*. Cambridge: Basil Blackwell, 1990. Cap. 13.
- MEYER, A., Os Limites Internos do Ingresso de Capitais Externos no Brasil no Início da Década de Noventa. *Boletim de Conjuntura Internacional*, SEPLAN, Brasília, n.8, nov., 1993.
- MINSKY, Hyman, Integração financeira e política monetária, *Economia e Sociedade*, n. 3, p. 21-36, dez., 1994.

- MOREIRA, Maurício Mesquita & PUGA, Fernando Pimentel, Como a Indústria Financia o seu Crescimento: uma análise do Brasil pós-Real. Texto para Discussão n. 84, BNDES, outubro, 2000.
- OLIVEIRA, Roberta Guena de, CARVALHO, Antônio Gledson de & ALDRIGHI, Dante Mendes de, Mercado acionário no Brasil: médio por fora, pequeno por dentro. *Informações Fipe*, n. 230, novembro, 1999, p.22 – 25.
- OREIRO, José Luiz, O debate sobre os determinantes da taxa de juros, In: LIMA, G.; SICSÚ, J.; PAULA, L. (Orgs.) *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999. Cap.10.
- PAULA, L. F. & ALVES Jr, Antônio José, Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Brasil, *Revista de Economia Política*, vol.19, n.1 (73), jan./mar., 1999.
- PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; ALVES JÚNIOR, Antônio José; MARQUES, Maria Beatriz Leme, Ajuste patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil durante o Plano Real. *Estudos Econômicos*, São Paulo, vol.31, n.2, p.285-319, abr.-jun., 2001.
- PEREIRA, Thiago Rabelo, Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial na primeira metade dos anos 90, *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, vol.5, n.2; p.93-127, jul.-dez., 2001.
- PLIHON, D. Desequilíbrio mundiais e instabilidade financeira. (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano). *Economia e Sociedade*, Campinas, vol. 7, p.85-127, dez., 1996.
- PRATES, Daniela M., A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. *Revista de Economia Política*, vol. 19, n.1 (73), jan./mar., 1999a.
- PRATES, Daniela Magalhães, Investimento de portfólio no mercado financeiro doméstico In: FREITAS, Maria Cristina Penido de (org.) *Abertura Financeira no Brasil nos Anos 90*. São Paulo: Fundap: Fapesp: Brasília: Ipea, 1999b.

- PRATES, Daniela Magalhães & FREITAS, Maria Cristina Penido de, Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90. In: FREITAS, Maria Cristina Penido de (org.) *Abertura Financeira no Brasil nos Anos 90*. São Paulo: Fundap: Fapesp: Brasília: Ipea, 1999.
- PUGA, Fernando Pimentel, Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial. *Textos para Discussão – BNDES*, Rio de Janeiro, n. 68, março, 1999.
- RUDGE, Luiz Fernando & CAVALCANTE, Fransisco. *Mercado de Capitais*, Ver e Aum.:Belo Horizonte, Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1996.
- SHAW, E. S. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press, 1973.
- SOARES, Ricardo Pereira, Evolução do crédito de 1994 a 1999: uma explicação. *Texto para Discussão IPEA:Brasília* n.808, julho, 2001.
- SOBEET – Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica. Carta da SOBEET, ano III, n.17, Edição bimestral, 2001.
- SOUSA, Lucy Aparecida de, O Mercado de Capitais Brasileiro no período 1987-97. Tese de Doutorado, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.
- STUDART, Rogério, Novos atores e instrumentos para o financiamento do desenvolvimento, *Financiero*, Projeto RS – 2010, 1998.
- STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In: LIMA, G.; SICSÚ, J.; PAULA, L. (Orgs.) *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999. Cap.6.
- STUDART, Rogério, Integrating uneven partners: the destabilizing effects of financial liberalization and internationalization of Latin American Economies,

- In: XXIX Encontro Nacional de Economia, ANPEC, *Anais...*(CD ROM), Salvador, 11 a 14 de dezembro, 2001.
- TAVARES, Maria da Conceição, As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência. In: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. *Desajuste Global e Modernização Conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- TEIXEIRA, Aloísio, O Ajuste Impossível: Um Estudo sobre a Desestruturação da Ordem Econômica Mundial e seu Impacto sobre o Brasil. Tese de Doutorado em Economia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1993.
- VASCONCELOS, Marcos R., FUCIDJI, José Ricardo & STRACHMAN, Eduardo, Efeitos da entrada de bancos estrangeiros no setor bancário brasileiro: evolução do crédito e dos indicadores operacionais. V Encontro de Economia Região Sul - ANPEC-Sul, *Anais...* (CD ROM), Florianópolis, 26 e 27 de setembro de 2002.
- VIDOTTO, Carlos Augusto, O Sistema Financeiro Brasileiro nos Anos Noventa. Um Balanço das Mudanças Estruturais. Tese de Doutorado em Economia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 2002.
- WILLIAMSON, J (ed.), *Latin American adjustment*. How much has happened? Washington: Institute for International Economics, 1990.
- ZYSMAN, John, *Governments, Markets, and Growth*, Ithaca and London: Cornell University Press, 1984.